

# PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL 2024

Aurelio García Del Barrio Zafra, Doctor en Ciencias Económicas y Director del Global MBA con especialización en finanzas de IEB



# ÍNDICE

1. Entorno Global	5
1.1. Panorama geopolítico	13
1.2. Situación de la deuda	19
1.3. El lastre de la inflación	20
1.4. Política monetaria	21
1.5. Política fiscal	23
2. Escenarios Regionales	26
2.1. Estados Unidos	31
2.2. Europa	37
2.3. Alemania	42
2.4. Francia	46
2.5. Italia	49
2.6. España	52
2.7. Reino Unido	69
2.8. Japón	72
2.9. Países Emergentes	77
2.10. China	80
2.11. India	84
2.12. Brasil	87
2.13. Rusia	90
2.14. Sudáfrica	93
2.15. Turquía	96
2.16. México	99
2.17. Argentina	102
2.18. Colombia	106
2.19. Indonesia	110
3. Política de la OPEP+ & Commodities	113
4. Riesgos Globales	119

## INTRODUCCIÓN

La economía mundial se enfrenta a desafíos cada vez mayores. El crecimiento ha perdido impulso, la alta inflación está demostrando ser persistente, la confianza se ha debilitado y la incertidumbre es alta. La guerra de Rusia contra Ucrania ha hecho subir sustancialmente los precios, especialmente de la energía y las commodities, lo que se suma a las presiones inflacionistas en un momento en que el coste de la vida ya estaba aumentando rápidamente en todo el mundo.

Las condiciones financieras mundiales se han endurecido significativamente, en medio de las medidas inusualmente enérgicas y generalizadas para aumentar las tasas de interés oficiales por parte de los bancos centrales en los últimos meses, lo que ha pesado sobre el gasto sensible a los intereses y se ha sumado a las presiones que enfrentan muchas economías de mercados emergentes.

En general, el mercado laboral se ha mostrado resiliente en muchas economías avanzadas, pero los aumentos salariales no han seguido el ritmo de la inflación de precios, lo que ha debilitado los ingresos reales a pesar de las medidas adoptadas por los gobiernos para amortiguar el impacto del aumento de los precios de los alimentos y la energía en los hogares y las empresas.

Ahora se ha sumado el conflicto entre Israel y Hamás, en la franja de Gaza, que muestra la inestabilidad de esa región. En unos 20 meses, dos crisis gravísimas, de rasgos inusitados, han sacudido el mundo.

Primero, en febrero de 2022, la invasión a gran escala de Ucrania por parte de las fuerzas rusas, un desafío frontal al orden global vigente. Ahora, una ofensiva sin precedentes de Hamás contra Israel con una réplica de rasgos brutales. Los dos conflictos

no están conectados, tienen dinámicas y reacciones específicas.

En términos geopolíticos, uno busca la voladura del proceso de acercamiento de Ucrania a Occidente; otro, de la normalización de relaciones entre Israel y los países árabes.

Los amortiguadores del crecimiento económico global han seguido siendo, por una parte, el consumo privado, impulsado tanto por los remanentes del ahorro acumulado como por la fortaleza generalizada del empleo y, por la otra, las amplias fuentes de apoyo fiscal.

En cuanto a la inflación, la trayectoria descendente de los precios se ha seguido consolidando de la mano de la normalización de las cadenas de suministro, de efectos base de los precios de la energía, y de cierto paso hacia una desaceleración más amplia en los componentes de la cesta.

Con ello, el ciclo de endurecimiento monetario global ha pasado a presentar una situación más equilibrada entre el nivel de actividad económica y la dinámica de los precios, aunque sujeto a un entorno cada vez más desafiante y tensionado por el lado de la geopolítica.

De cara a futuro, se espera que las manufacturas sigan deprimidas, con la actividad industrial aún lejos de estabilizarse. Mientras tanto, los servicios apuntan hacia una pérdida de dinamismo, acercándose a una mayor sincronía con las manufacturas y mostrando menores capacidades para trasladar aumentos de costes al cliente final.

A su vez, se espera que el consumo experimente una moderación progresiva, y que, en líneas generales, refuerce la idea de que los efectos de la política monetaria

comienzan a surtir efecto con sus principales pilares.

Primero, el ahorro acumulado se considera prácticamente agotado en gran parte de las economías, proporcionando escaso margen de maniobra. Segundo, y aunque el vínculo entre el crecimiento de la producción y el empleo parece ser más débil en este ciclo por la escasez relativa de mano de obra, la oferta laboral se espera más equilibrada en el futuro.

Por último, el impulso que ha venido proporcionando la política fiscal comenzará a retirarse en 2024, en sincronía con el ciclo de endurecimiento monetario.

Las estimaciones de crecimiento global apuntan hacia un entorno de desaceleración económica en el que los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía real están comenzando a mostrar sus efectos con más fuerza, con una contracción del crédito, un debilitamiento de los mercados laborales y claros síntomas de moderación en la inflación.

El fin de 2023, en el entorno global ha seguido dominado por una dinámica que combina, por una parte, una inflación a la baja y, por la otra, una resiliencia en la actividad económica más extendida de lo

inicialmente previsto. Ello ha configurado un escenario más equilibrado entre actividad y precios para finales de 2023, en detrimento de un 2024 que plantea tanto menores opciones de un nuevo repunte inflacionario como más probabilidades de enfrentar un crecimiento económico más deficiente y con menos puntos de apoyo.

Esta imagen general evidencia que la problemática de la inflación se hace cada vez más pequeña, al tiempo que los tipos de interés reales positivos son cada vez más

frecuentes, extendiéndose a lo largo de toda la curva de rendimientos y permitiendo a los principales bancos centrales transmitir la sensación de que la política monetaria está cerca de alcanzar su punto máximo.

Mirando a la dinámica de la actividad económica, los amortiguadores del crecimiento han seguido siendo, de una parte, el consumo privado, impulsado tanto por los remanentes del ahorro acumulado como por la fortaleza generalizada del empleo y, de otra, las amplias fuentes de apoyo fiscal.

Por el lado de la inflación, la trayectoria descendente de los precios se ha seguido consolidando de la mano de la normalización de las cadenas de suministro, de efectos base de los precios de la energía, y de cierto paso hacia una desaceleración más amplia en los componentes de la cesta.

No obstante, la reducción del ritmo inflacionario no ha terminado de alcanzar el grado deseado en términos tanto de tasa presente como de inflación esperada, superando en ambos momentos el objetivo marcado por los diferentes bancos centrales y constatando que la política económica aún debe de ejercer un contrapeso frente a multitud de factores coyunturales y a diferentes grados de sensibilidad a los tipos de interés, así como a factores estructurales que surgieron a raíz de la pandemia, como son la transición energética, la desglobalización, la escasez relativa de mano de obra, el proteccionismo de recursos y el mayor protagonismo de la política fiscal.



## ENTORNO GLOBAL

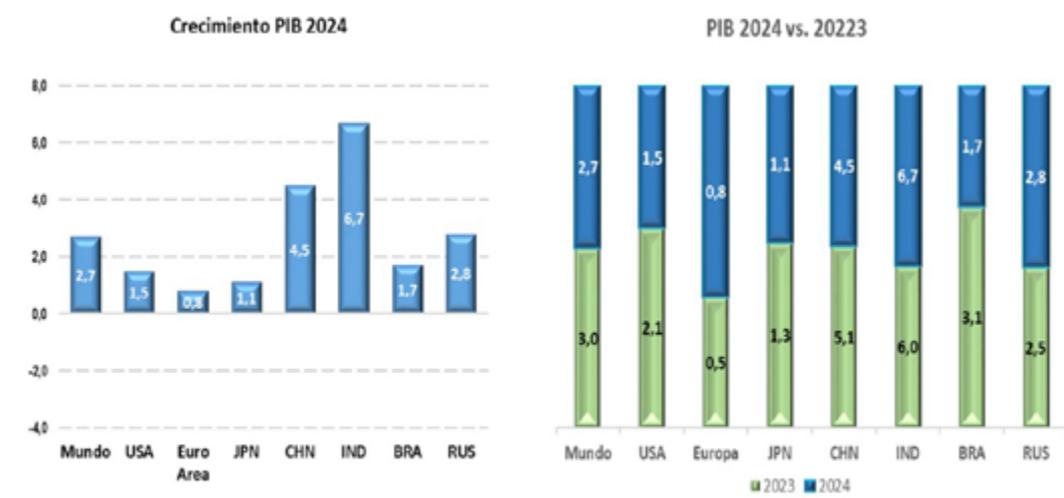
1.

**La economía mundial se enfrenta a un período de crecimiento débil e inflación persistente, con elevados riesgos a la baja.** Se espera que el endurecimiento de la política monetaria y la subida de los tipos de interés reales, los elevados precios de la energía, el débil crecimiento de los ingresos de los hogares y la disminución de la confianza afecten al crecimiento, especialmente en 2023. El apoyo fiscal para amortiguar el impacto de los elevados costos de los alimentos y la energía ayudará a limitar la desaceleración, aunque todavía se prevé una leve consolidación en la mayoría de las economías.

La pérdida de puestos de trabajo también puede ser más limitada de lo que cabría esperar sobre la base de las recesiones pasadas si las empresas desean retener a los trabajadores que han sido difíciles de contratar después de la pandemia. Los ahorros acumulados durante la pandemia también proporcionan cierto colchón para los sectores de los hogares y las empresas, aunque estos no se distribuyen de manera uniforme. La elevada incertidumbre podría limitar el grado de reducción de los ahorros y disuadir a las empresas de realizar inversiones a largo plazo.

La elevada incertidumbre, la ralentización del crecimiento, la presión inflacionista y el impacto continuo de la guerra en Ucrania en los mercados energéticos dejan a los responsables económicos con decisiones difíciles para mantener la estabilidad macroeconómica y mejorar las perspectivas de un crecimiento sostenible e inclusivo a medio plazo.

Para finales de 2023 e inicios de 2024 se mantiene un crecimiento por debajo del potencial con una desaceleración cíclica más tardía. La inflación proyectada también cuenta con un retorno gradual más tardío, pero sometida a unas tasas más sostenibles y que permitan la gradual recuperación de los salarios reales. A pesar de ello, el agotamiento de los principales pilares de apoyo para la demanda seguirá impactando negativamente y limitando los catalizadores de la inflación.



Fuente: Elaboración Propia

Como resultado, **la política monetaria se mantiene en los niveles actuales al menos hasta la segunda mitad de 2024 en los países desarrollados, y sigue paulatinamente relajándose en los países emergentes**, aunque atendiendo a las dinámicas internas de equilibrio entre actividad y precios.

**En la mayoría de las principales economías avanzadas es necesario mantener los tipos de interés altos durante un periodo largo para anclar las expectativas de inflación y reducirla de forma duradera.** Las medidas de política interna deberán calibrarse cuidadosamente y responder a los nuevos datos, dada la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento, la velocidad a la que surten efecto las tasas de interés más altas y los posibles efectos de contagio de las políticas restrictivas en otros países.

También es probable que el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales y las persistentes presiones inflacionarias provoquen un mayor endurecimiento de la política monetaria en muchas economías de mercados emergentes y limiten el margen de cualquier flexibilización en los países donde el crecimiento se está desacelerando y las tasas de interés ya se han elevado sustancialmente.

Se mantienen los tipos actuales tanto para la FED como para el BCE, al menos durante la primera mitad de 2024, periodo a partir de la cual se indican las primeras bajadas, pero manteniendo tipos de interés reales positivos de forma prolongada.

*Las medidas fiscales a corto plazo para amortiguar el nivel de vida también deben tener en cuenta la necesidad de evitar un nuevo estímulo persistente de la demanda en un momento de elevada inflación, garantizando así la coherencia con la política monetaria y evitando efectos adversos sobre la sostenibilidad presupuestaria*

Unos marcos fiscales creíbles ayudarían a proporcionar una orientación clara sobre la trayectoria a mediano plazo de las finanzas públicas y a mitigar las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda en un momento de crecientes presiones sobre el gasto y mayores pagos futuros de la deuda pública.

Se requieren esfuerzos de reforma eficaces y bien orientados para mejorar la productividad y las competencias. La política monetaria debe mantener su curso para lograr que la inflación descienda a los niveles fijados como meta, en tanto la consolidación fiscal es necesaria para abordar la escalada de los niveles de deuda. Las reformas estructurales son cruciales para reactivar el crecimiento a mediano plazo en un contexto de escasos márgenes de maniobra para la aplicación de las políticas.

En 2022, la inflación a nivel mundial tocó máximos no registrados en varias décadas. Desde entonces, la inflación general ha disminuido, pero los indicadores de la inflación subyacente han sido más rígidos. La fuerte inflación experimentada en los últimos dos años podría dar lugar a expectativas de una inflación persistentemente alta, lo que obstruiría la trayectoria que los bancos centrales habrían de seguir para lograr que la inflación retorne a los niveles fijados como meta.

La inflación está cediendo en la mayoría de los países, pero sigue siendo alta, y se observan divergencias de un país a otro y en la forma de medirla. Gracias a la acumulación de existencias

de gas en Europa, la demanda más débil de lo previsto en China, los precios de la energía y los alimentos han descendido considerablemente con respecto a los máximos registrados en 2022, aunque los precios de los alimentos siguen siendo elevados.

Junto con la normalización de las cadenas de suministro, estos factores han contribuido a un rápido descenso del nivel general de inflación en la mayoría de los países. Sin embargo, en promedio la inflación subyacente ha disminuido más gradualmente y permanece bastante por encima de la mayoría de las metas fijadas por los bancos centrales. Dependiendo de la economía en cuestión, esta persistencia se debe a shocks previos cuyos efectos pasan de la inflación general a la subyacente, a que los beneficios de las empresas sigan siendo altos, y a la escasez de mano de



obra y el consiguiente fuerte crecimiento salarial, en especial en un contexto de débil crecimiento de la productividad que eleva los costes laborales unitarios.

La crisis que vivimos en la actualidad es diferente a las anteriores. No es una crisis financiera que este provocando tensiones de liquidez. Entendemos que se trata de una crisis económica derivada de una serie de factores acontecidos tras la pandemia del Covid-19, que han generado importantes desequilibrios entre la oferta y la demanda y que han complicado el comportamiento natural de los mercados.

El resultado ha sido un crecimiento más débil de lo esperado y un histórico tensionamiento de los precios. Como solución, los bancos centrales están actuando desde el año 2022 para corregir la elevada inflación existente y devolverla a su senda objetivo del 2%, manteniendo una tendencia al alza de los tipos de interés hasta alcanzar niveles inesperados e incluso, calificados como teóricamente nocivos para poder mantener una tasa de crecimiento económico sostenible en el corto-medio plazo.

**Los bancos centrales son conscientes del impacto que están teniendo sus decisiones restrictivas, pero, hoy en día, prevalece el control de la inflación sobre el resto de los indicadores.** Sin embargo, se observa algún cambio u otra forma de proceder de las autoridades monetarias. El entorno de debilidad que muestra la economía global unido a la tendencia a la baja de la inflación está permitiendo una mayor cautela por parte de los bancos centrales, decidiendo retrasar nuevas subidas de los tipos de interés a la espera de ver cómo evolucionan los acontecimientos.

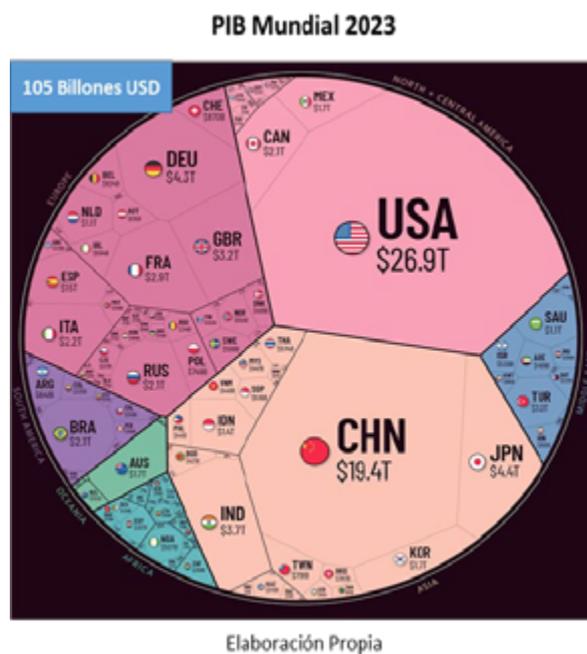
Así, la Reserva Federal de EE.UU. y los bancos centrales de Inglaterra, Japón, Australia o Canadá, han decidido mantenerse a la expectativa y ratificar su política monetaria actual, anticipando como máximo y si fuera necesario, una última subida de tipos antes de fin de 2023.

A diferencia del resto, el Banco Central Europeo (BCE) decidió en septiembre de 2023 elevar el tipo oficial 25 puntos básicos (pb) para situarlo en el 4,50%, ya que la presión inflacionaria parecía más persistente y superior al resto de países, lo cual les obligó a mantenerse alerta para evitar más desviaciones.

**Para finales de 2023, se espera que la economía mundial tenga un producto interno bruto de 105 billones de dólares, lo que supone 5 billones de dólares más que el año pasado.** En términos nominales, esto es un aumento del 5,3% en el PIB mundial. En términos ajustados por la inflación, se alcanzaría un aumento del 3%.

2023 comenzó con turbulencias en la economía mundial, con los mercados financieros sacudidos por el colapso de varios bancos estadounidenses de mediano tamaño junto con una inflación persistente y condiciones monetarias más restrictivas en la mayoría de los países. Sin embargo, algunas economías han demostrado ser resistentes.

Se espera que EE.UU. continúe siendo la economía más grande en 2023 con un PIB proyectado de 26,9 billones de dólares. La economía norteamericana vale más que el PIB conjunto de los 174 países de la parte final de la clasificación de 191 países.



Elaboración Propia

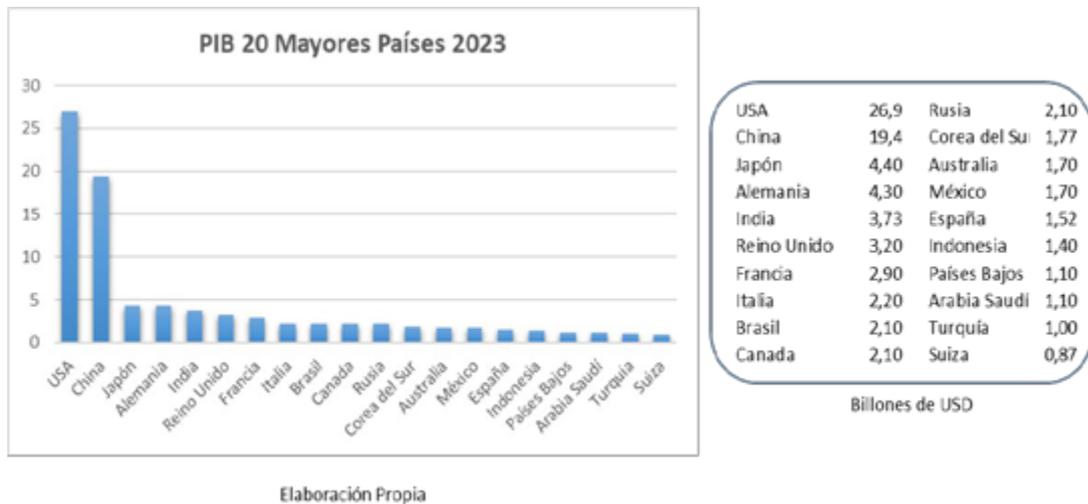
China se mantiene estable en el segundo lugar con un PIB proyectado de 19,4 billones de dólares en 2023. Las cinco principales economías permanecen en las mismas posiciones desde 2022, aunque se espera que India supere al Reino Unido para convertirse en la quinta economía más grande, con un PIB para 2023 de 3,7 billones de dólares.

Entre China y la India aparecen Japón (4,4 billones de dólares) y Alemania (4,3 billones de dólares). Francia, Italia, Canadá y Brasil completan el top 10 de economías mundiales. En el ranking, España se encuentra en la posición 15, con 1,52 billones de dólares.

Se prevé que 29 economías se reduzcan con respecto a su tamaño de 2022, lo que generará una pérdida de producción de casi 500.000 millones de dólares. Si se quiere resumir con una sola palabra lo que le espera a la economía mundial en 2024, bien podría ser volatilidad.

**Una de las principales fuentes de esta volatilidad será la geopolítica.** El temor a una recesión mundial está disminuyendo, pero aumenta la preocupación por la economía china. Las cuestiones geopolíticas y de política interior son otros factores inquietantes. La geopolítica

creará volatilidad económica en el próximo año, así como también las políticas nacionales también podría avivar la volatilidad económica.



Con relación a las perspectivas 2024, el entorno actual de debilidad económica se debería mantener en los próximos tres-cuatro trimestres. Escenario que ya se viene anticipando por los indicadores adelantados denominados PMI, que siguen manteniendo una pendiente negativa tanto para la curva del sector manufacturero como en la de servicios.

Por lo tanto, para 2024 y a la espera de la evolución de los acontecimientos, las perspectivas económicas globales siguen mostrando síntomas de enfriamiento y debilidad. No obstante, los factores de seguimiento para tener en cuenta en el 2024 y que pueden alterar estas previsiones serían:

- *Evolución de los precios. Impacto en la inflación de los precios de la energía, petróleo y alimentos.*
- *Posibles efectos de segunda vuelta sobre la inflación vía márgenes y/o salarios.*
- *Evolución de la actividad económica global y, en especial, en China, Alemania, Reino Unido y países emergentes.*
- *Transmisión e impacto del endurecimiento de la política monetaria.*
- *Posibles tensiones geopolíticas.*
- *Ritmo de ejecución de los fondos Next Generation.*
- *Evolución de las cuentas públicas. Por lo tanto, y dentro de un entorno complejo caracterizado por la incertidumbre, las perspectivas del 2024 parecen ser similares o un poco más débiles que las mostradas a lo largo del 2023, descartándose la palabra recesión, pero manteniendo vigente el concepto enfriamiento económico quedando todavía mucho camino por andar.*

En la mayoría de las economías, la prioridad sigue siendo lograr una desinflación sostenida garantizando a la vez la estabilidad financiera. Por lo tanto, los bancos centrales deben mantener su atención centrada en restaurar la estabilidad de precios y reforzar la supervisión financiera y la vigilancia de los riesgos.

Al mejorar el lado de la oferta de la economía se facilitarían la consolidación fiscal y se propiciaría un descenso más suave de la inflación hacia los niveles fijados como meta. En la actividad económica, se espera que las manufacturas sigan ampliamente deprimidas, con la actividad industrial lejos de estabilizarse y con menores capacidades para trasladar aumentos de costes al cliente final (especialmente en la Eurozona, lastrada por la dependencia energética).

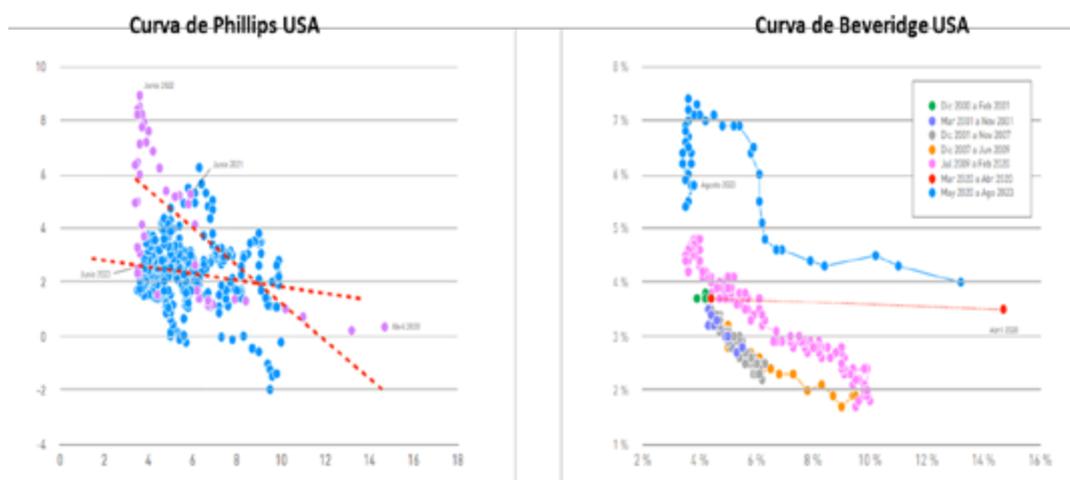
En cuanto a los servicios, su dinámica más reciente apunta a la baja y la idea de base sigue siendo una pérdida de dinamismo hacia una mayor sincronía con las manufacturas. A nivel general, se espera que el consumo experimente una moderación progresiva y que, en líneas generales, se refuerce la idea de que los efectos de la política monetaria comienzan a surtir efecto con sus tres principales pilares, llevando a enfrentar así una etapa de menor crecimiento.

**En primer término, el ahorro acumulado se considera prácticamente agotado en gran parte de las economías o, al menos, proporcionando escaso margen de maniobra en el momento cíclico actual.**

**En segundo lugar y, de manera simultánea, aunque el vínculo entre el crecimiento de la producción y el empleo parece ser más débil en este ciclo por la todavía escasez de mano de obra, la oferta laboral será más moderada en el futuro.**

Ello podría ocurrir de la mano de señales de enfriamiento económico más evidentes y seguirá equilibrándose con la demanda hacia un punto de equilibrio con salarios más altos, aunque de forma insuficiente como para alimentar efectos de segunda ronda, cerrando así la brecha actual y atenuando los desequilibrios tanto desde la perspectiva de la curva de Phillips como de la curva de Beveridge.

La **curva de Phillips** parte del principio de que la cantidad de dinero circulante, la masa monetaria tiene efectos reales sobre la economía a corto plazo. De esta manera, un aumento de la masa monetaria tendría un efecto beneficioso sobre la demanda agregada. Pues, como refleja la curva, los ciudadanos gastarán más al ver incrementados sus salarios nominales (efecto conocido como ilusión monetaria). Por tanto, creando así un marco más favorable a la inversión ya que las perspectivas de unos precios al alza mejorarán las expectativas de beneficios de las empresas.



Fuente: Haver

La mejora de la demanda agregada se traduciría en un mayor crecimiento económico, y éste a su vez en la creación de nuevos puestos de trabajo. Es así como queda establecida una relación inversa entre inflación y desempleo, expresada gráficamente por una curva descendente.

La **curva de Beveridge** refleja la existencia simultánea de trabajadores en paro (desempleo= U) y puestos sin cubrir (tasa de vacantes= V) en una determinada economía. Cuando  $U=V$ , la economía presenta una tasa de desempleo que se explica completamente por razones friccionales o estructurales y no por un desequilibrio entre oferta y demanda. Por lo que es muy útil para reconocer el desempleo friccional y estructural.

Esto es, un desempleo causado por los costes de búsqueda y selección, por la existencia de información imperfecta en el mercado del trabajo o por un desajuste entre las cualificaciones demandadas y ofrecidas.

Cuando U es distinto a V, existen otras razones que explican el desajuste como por ejemplo un recalentamiento de la economía o una insuficiencia de la demanda. La pendiente de la curva es descendente ya que a medida que existe un mayor número de desempleados debería ser más sencillo cubrir las vacantes de trabajo disponibles.

La posición de la curva nos indica el grado de eficiencia del mercado del trabajo. Mientras más alejada se encuentre la curva del origen, menos eficiente es el mercado ya que para una misma tasa de desempleo existen más puestos sin cubrir. Por el contrario, mientras más cerca se encuentre la curva del origen, más eficiente será el mercado ya que los puestos vacantes se ocupan más rápidamente.

**En tercer lugar, la política fiscal comienza a retirarse en 2024.** Hasta ahora, gran parte de la resistencia del consumidor ha venido residiendo en la protección ofrecida por los distintos estímulos de la política fiscal, tanto durante la pandemia como tras la guerra de Ucrania.

Sin embargo, **las medidas de origen contra-cíclico se han venido confrontado cada vez más con el ciclo de endurecimiento monetario.** Tal es la dicotomía en la actualidad, que el lado largo de la curva de tipos de interés ha dejado de estar controlado en parte por los bancos centrales (los tipos a corto esperados ya se han transmitido a toda la curva como muestran los aplanamientos en lo que va de año), y ahora el principal impulsor del aumento de los rendimientos a largo plazo depende del grado de responsabilidad de la disciplina fiscal de los gobiernos.

**Si analizamos país a país y empezamos por Estados Unidos, la economía norteamericana es una de las más sólidas del entorno internacional. En 2023, y superando las expectativas, esperan crecer un 2,1%.** Con unas condiciones de pleno empleo y una inflación hoy en día al 3,7%, el impacto de sus tipos de interés al 5,50% debería enfriar el PIB 2024 hasta el 1,5%.

La Fed no espera iniciar la normalización de su política monetaria hasta finales del 2024 y ellos mismo son conscientes y han cuantificado que el impacto del nivel de sus tipos de interés debería restar un 2% al crecimiento esperado en el periodo 2023 – 2025. No obstante, su menor dependencia del petróleo y energía exterior, unido a la importancia del consumo interno en su PIB, permite anticipar un periodo de transición más cómodo a EE.UU. frente al resto de sus contrapartidas.

**En relación con la Zona euro, el entorno es diferente. Lastrada por el impacto de sus altos tipos de interés y por su dependencia exterior de la energía, petróleo y materias primas y por el**

**descenso del consumo e inversión, las perspectivas para el crecimiento 2023 se sitúan en un 0,5% y de un 0,8% en el 2024.** Niveles insuficientes para alcanzar el equilibrio, estando todo muy influenciado por la negativa evolución de países como Alemania, Austria, Países Bajos o Italia.

**La situación de la inflación no es muy positiva, esperándose que se mantenga en el 5,6% en 2023 para bajar al 3,2% en el 2024**

Como hemos comentado, hay que destacar la situación irregular que atraviesa Alemania. Muy afectada por su dependencia del petróleo ruso y del exterior en el resto de las energías y materias primas, unido a su complicada relación actual con su principal socio comercial que es China. Se espera que cierre 2023 con un crecimiento negativo del -0,5% y una inflación en el 6,0%. Ante esta situación, el gobierno alemán ha aprobado un paquete de impulso económico por 32.000 millones de euros que permita iniciar la recuperación de esta economía.

**China sigue afectada por los desequilibrios provocados por los dos confinamientos que han soportado por la Covid-19.** La paralización de la economía china es evidente y las dificultades de crecimiento una realidad. El descenso del consumo interno y las exportaciones les está perjudicando. La falta de dinamismo del sector inmobiliario, 25% del PIB, tampoco ayuda. Ante esta situación, el gobierno chino está empezando a tomar medidas monetarias e incentivos fiscales.

Sin embargo, siguen sin anunciar los planes prometidos de inversión en infraestructuras que permitirían una rápida reactivación de su economía. Con una inflación al 0,9% ante la ausencia de consumo, las perspectivas de crecimiento para 2024 se sitúa en el 4,5%, nivel insuficiente e inferior al nivel de equilibrio fijado del 6,0%.

**En el caso de España, es la economía que más crece de la Zona euro** al amparo de los ingresos por turismo y hostelería y el comportamiento positivo de las exportaciones. Este año se espera cerrar con un PIB en el 2,3% y una inflación, gracias a las subvenciones existentes, en el 4,4%. Para el 2024 registraremos un serio enfriamiento económico hasta el 1,5% y una inflación en el 3,1%. Por lo tanto, no vamos a ser diferentes a nuestros socios europeos.

En relación con el mercado de divisas, el dólar USA sigue manteniendo una posición de cierta fortaleza al amparo de la solidez comparativa de su economía y la condición de divisa refugio ante la incertidumbre existente. Se sigue ratificando como rango para lo que resta de 2023, 1,05 – 1,12 USD/EUR. El yen japonés cotiza mínimos históricos al ser el único país que mantiene sus tipos de interés en negativo.

El yuan chino también cotiza mínimos ante el deterioro de su economía. La libra esterlina sigue desapercibida a la espera de posibles cesiones cuando el efecto Brexit se empiece a valorar. Las divisas en LatAm se siguen beneficiando de sus altos tipos de interés, sobre todo Brasil y México, a la espera de cesiones en cuanto se empiece a relajar la política monetaria en estos países.

Por último, y con relación a los mercados de materias primas, el Brent supera los 95 USD/barril tras cotizar a principios de julio 72 USD/barril. Esta subida del 35% de su precio está motivada por los recortes de producción no solo de la OPEP+, sino también de los que de forma unilateral han realizado Rusia y Arabia Saudí. En paralelo, EE.UU. también está reponiendo el nivel de sus reservas estratégicas de petróleo que se sitúan actualmente en niveles mínimos no vistos desde 1980.

Por último, las habituales tareas de mantenimiento por parte de las empresas en otoño también presionan el precio al alza. A pesar de todo ello, se sigue considerando el rango 70 – 80 USD como el precio de equilibrio por barril. En relación con el resto de las materias primas, sus precios se encuentran en niveles mínimos. Sin embargo, preocupa el efecto que puede tener sobre la demanda futura y los precios la posible recuperación del principal comprador del mercado como es China.

Al culminar el tercer trimestre de 2023, el entorno macroeconómico se mantiene prácticamente igual que en los meses anteriores, confirmándose los síntomas de enfriamiento económico que vienen mostrando la práctica totalidad de países. El entorno de debilidad que muestra la economía global unido a la tendencia a la baja de la inflación está permitiendo una mayor cautela por parte de los bancos centrales, decidiendo retrasar nuevas subidas de los tipos de interés a la espera de ver cómo evolucionan los acontecimientos.

**Para lo que resta de 2023 e inicios de 2024 se mantiene un crecimiento por debajo del potencial con una desaceleración cíclica más tardía y abrupta de cara al año próximo.** La inflación proyectada también cuenta con un retorno gradual más tardío, pero sometida tanto a unas tasas más sostenibles y que permitan la gradual recuperación de los salarios reales. A pesar de ello, el agotamiento de los principales pilares de apoyo para la demanda seguirá impactando negativamente y limitando los catalizadores de la inflación.

Como resultado, la política monetaria se mantiene en los niveles actuales al menos hasta la segunda mitad de 2024 en los países desarrollados, y sigue paulatinamente relajándose en los países emergentes, aunque atendiendo a las dinámicas internas de equilibrio entre actividad y precios.

Más concretamente, se mantienen los tipos actuales tanto para la FED como para el BCE, al menos durante la primera mitad de 2024, periodo a partir de la cual se indican las primeras bajadas, pero manteniendo tipos de interés reales positivos de forma prolongada.

## **1.1. PANORAMA GEOPOLÍTICO:**

### **➤ Guerra de Ucrania**

¿Por qué hay tantos países europeos involucrados en la guerra actual en Ucrania? Una de las claves se encuentra en la geografía política del continente. La expansión de la OTAN hacia el este o la influencia de Rusia en los conflictos internos de las antiguas repúblicas soviéticas son algunas de las situaciones a las que se ha aludido de un lado y otro mientras escalaba la tensión en el este de Europa.

En diciembre de 1991, gobernantes de once de las quince repúblicas soviéticas se reunieron en Alma Atá (Kazajistán) y firmaron la disolución de la Unión Soviética. En su lugar, surgió la Comunidad de Estados Independientes (CEI), integrada por Rusia, Bielorrusia, Ucrania, Moldavia, junto con dos de los países del Cáucaso (Azerbaiyán y Armenia) y cinco de Asia Central (Kazajistán, Kirgüistán, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán). De las cuatro restantes, Estonia, Letonia y Lituania no firmaron el tratado y hoy forman parte de la Unión Europea, mientras que

Georgia se incorporó en 1993 tras la llegada al poder de Eduard Shevardnadze, quien fue ministro de Asuntos Exteriores durante la época soviética.

Turkmenistán salió de la CEI en 2005, Georgia en 2009 y Ucrania, que ya había reducido su participación desde 2014, anunció su salida en 2018. Estos países actualmente tampoco forman parte de otras alianzas de la región, como la Organización para el Tratado de la Seguridad Colectiva (creada en 1991) y, más recientemente, la Unión Económica Euroasiática (2015).

Por otro lado, la OTAN creció más allá del antiguo telón de acero que antes la había separado con los países del Pacto de Varsovia a partir de los años noventa. Primero se incorporó Alemania Oriental como efecto de la reunificación alemana y después, en 1999, entraron la República Checa, Hungría y Polonia. En 2004 se produjo la mayor ampliación, con Rumanía Bulgaria, Eslovaquia, Eslovenia y tres exrepúblicas soviéticas a orillas del Báltico: Estonia, Letonia y Lituania.

Las manifestaciones de Putin en contra de la expansión de la OTAN hacia el este han sido múltiples. Cuando declaró a principios de 2022 la independencia del Donbás, días antes de la invasión de Ucrania, declaró que se había engañado a Moscú con las ampliaciones. A finales de 2019, en la cumbre celebrada en Londres con motivo del 70 aniversario de la alianza, las consideró una amenaza potencial para Rusia.

La situación en Crimea y el Donbás se remonta varios años atrás, cuando el expresidente ucraniano Viktor Yanukóvich suspendió en 2013 la firma del acuerdo comercial que había pactado su país con la UE y presentó una asociación con Rusia como contrapartida. Esto llevó a una revolución en Kiev que acabó con la destitución del presidente.

Con la escalada de la tensión, estallaron revoluciones en la zona del Donbás, en las provincias de Donetsk y Lugansk, donde separatistas prorrusos quisieron integrar los territorios en Rusia.

En Crimea tuvo lugar un referéndum sobre la adhesión de la península a Rusia, con un 97% favorable de llevarla a cabo. Rusia firmó la anexión de Crimea a Rusia, lo que condujo a sanciones por parte de la Unión Europea, Estados Unidos y la OTAN.

Los conflictos de Crimea y el Donbás no son los únicos a los que se enfrentan los países de la región. Rusia también se ha implicado en los de Transnistria (Moldavia), Abjasia y Osetia del Sur (Georgia) o el del Nagorno-Karabaj, un antiguo conflicto que volvió a enfrentar a Armenia y Azerbaiyán en 2020.

#### Conflictos congelados en antiguos países soviéticos



La UE recibía aproximadamente 40% del gas de Rusia, esa dependencia costaba unos 118.000 millones de dólares diarios.

El gas ruso representó prácticamente el 100% de los suministros para Estonia, Finlandia, Moldavia, Macedonia del Norte, Bulgaria y Letonia. Otros países también dependen en gran medida del gas ruso, aunque tienen otras fuentes. Por ejemplo, Austria depende en un 80% de Rusia, un 11% de Noruega y el resto se divide en gas licuado, de producción propia y producción extra de la UE.

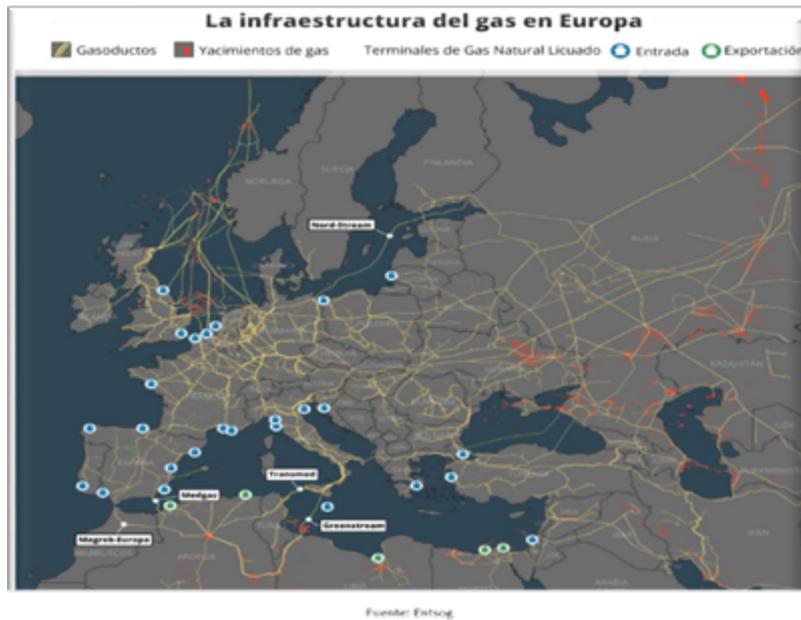
En el caso de Alemania, el país depende en torno al 65% de Rusia, aunque Noruega le proporciona un 30% y, en menor porcentaje, completan su reserva con gas licuado. Francia también importa gas ruso, aunque en un porcentaje mucho más pequeño. Los franceses sobre todo consumen gas de Noruega en un 50%, mientras que el 40% es gas licuado.



Actualmente, en un tiempo récord, Moscú ha pasado de representar cerca de un 40% de las importaciones de gas natural de la Unión Europea a un 15%. Las medidas de ahorro y la diversificación de orígenes impulsada por la Comisión Europea han dado sus frutos y han otorgado más protagonismo a otros países, en especial a Estados Unidos. Washington ha doblado la cantidad de gas natural licuado (GNL) que exporta a la UE.

Para compensar ese gas que dejaba de fluir desde el este, los sustitutos van desde Noruega a Argelia, aunque el gran ganador ha sido el GNL. Los buques metaneros provienen de varios países, entre ellos Catar o Nigeria, pero Estados Unidos es el principal actor en esta fuente energética, gracias a su gran capacidad de extracción mediante el fracking.

**En la nueva fiebre del GNL, otros países que no contaban con infraestructura para procesar este combustible la están instalando a toda velocidad.** Es el caso de Alemania, que ha instalado su primera planta regasificadora, y planea crear otras cinco. Además, Berlín ha firmado con Catar un acuerdo para recibir gas natural licuado durante 15 años a partir de 2026, y se plantea impulsar otro pacto similar con Omán.



Por su parte Italia, que tenía una gran dependencia de Rusia, ha alcanzado un acuerdo con Argelia para aumentar las exportaciones del país en la región del Magreb y construir un nuevo gasoducto. Además, se prepara para instalar dos nuevas terminales flotantes en las que recibir GNL.

Ésta es una solución de emergencia para romper la vinculación con Rusia, mientras que a medio y largo plazo la UE está buscando su autonomía estratégica que implique además dejar de utilizar combustibles fósiles, en la línea con sus compromisos climáticos. No es tener independencia energética, porque eso probablemente es imposible para Europa, pero sí más renovables o una matriz de importación más diversificada.

#### ➤ Guerra Israel – Hamás

La lucha entre árabes y judíos por la propiedad de Tierra Santa se remonta a más de un siglo atrás y ha dado lugar a siete grandes guerras. La última estalló el 7 de octubre cuando el grupo islamista palestino Hamás, que se dedica a la destrucción de Israel y que Estados Unidos y la Unión Europea han designado como organización terrorista, atacó el sur de Israel desde la Franja de Gaza, matando a 1.300 personas en ciudades, kibutzim, bases militares y un festival de música en el desierto. Más de 3.000 personas han muerto en represalias israelíes.

Los árabes y judíos que vivían en Tierra Santa fueron gobernados por el Imperio Otomano hasta el final de la Primera Guerra Mundial, cuando el Reino Unido, uno de los vencedores de la guerra, tomó el control.

Durante este período, la inmigración judía de Europa a lo que entonces se llamaba Palestina del Mandato aumentó considerablemente, especialmente en la década de 1930 dada la persecución nazi de los judíos. La resistencia a la inmigración judía y el creciente nacionalismo entre los árabes llevaron a una revuelta a finales de la década de 1930.

En un esfuerzo por detener la violencia árabe-judía, una comisión británica recomendó en 1937 la partición de Palestina en dos estados, uno árabe y otro judío. Las Naciones Unidas adoptaron un plan de partición diferente en 1947. Los árabes rechazaron ambos planes, lo que llevó a la declaración de independencia de Israel en 1948 y a la primera guerra árabe-israelí.

En la guerra de 1967, Israel capturó, entre otros territorios, la Franja de Gaza del control egipcio y Cisjordania del control jordano. Puso bajo ocupación militar a los árabes palestinos que poblaban esas dos zonas, ampliamente conocidos en ese momento como palestinos, lo que alimentó aún más el nacionalismo y el resentimiento entre ellos. La gran mayoría de los palestinos son musulmanes suníes.

### ➤ Tensión entre China y Taiwán

Las diferencias sobre el estatus de Taiwán han alimentado las crecientes tensiones entre la isla y el continente. Taiwán tiene el potencial de ser un punto álgido en las relaciones entre Estados Unidos y China.

#### *Se teme que Estados Unidos y China puedan ir a la guerra por Taiwán*

Taiwán ha sido gobernado independientemente de China desde 1949, pero Pekín ve a la isla como parte de su territorio. Pekín ha prometido eventualmente unificar Taiwán con el continente, utilizando la fuerza si es necesario. Las tensiones van en aumento. La presidenta taiwanesa, Tsai Ing-wen, cuya plataforma partidaria favorece la independencia, ha criticado los esfuerzos de Pekín por socavar la democracia. Pekín ha aumentado la presión política y militar sobre Taipéi.

Taiwán, oficialmente conocida como la República de China (ROC), es una isla separada de China por el estrecho de Taiwán. Se ha gobernado independientemente de China continental, oficialmente la República Popular China (RPC), desde 1949. La República Popular China ve a la isla como una provincia renegada y promete eventualmente unificar Taiwán con el continente.

En Taiwán, que tiene su propio gobierno elegido democráticamente y es el hogar de veintitrés millones de personas, los líderes políticos tienen diferentes puntos de vista sobre el estatus de la isla y las relaciones con el continente.

Las tensiones entre ambos lados del estrecho se han intensificado desde la elección de la presidenta taiwanesa Tsai Ing-wen en 2016. Tsai se ha negado a aceptar una fórmula que su predecesora, Ma Ying-jeou, respaldó para permitir el aumento de los lazos entre ambos lados del estrecho. Mientras tanto, Pekín ha tomado medidas cada vez más agresivas, incluso volando aviones de combate cerca de la isla. Existe el temor de que un ataque chino a Taiwán tenga el potencial de arrastrar a Estados Unidos a una guerra con China.

Pekín afirma que solo hay una China y que Taiwán forma parte de ella. Considera a la República Popular China como el único gobierno legítimo de China, un enfoque que denomina principio de una sola China, y busca la eventual unificación de Taiwán con el continente.

Pekín afirma que Taiwán está obligado por un entendimiento conocido como el Consenso de 1992, al que se llegó entre representantes del Partido Comunista Chino (PCCh) y el partido Kuomintang (KMT) que entonces gobernaba Taiwán.

Sin embargo, las dos partes no están de acuerdo sobre el contenido de este supuesto consenso, y nunca tuvo la intención de abordar la cuestión del estatus legal de Taiwán. Para la República Popular China, como ha declarado el presidente chino, Xi Jinping, el Consenso de 1992 refleja un acuerdo de que los dos lados del estrecho pertenecen a una sola China y trabajarían juntos para buscar la reunificación nacional. Para el KMT, significa una China, diferentes interpretaciones, y la República de China se erige como una sola China.



La constitución redactada por el KMT de Taiwán sigue reconociendo a China, Mongolia, Taiwán, el Tíbet y el Mar de China Meridional como parte de la República de China. El KMT no apoya la independencia de Taiwán y ha pedido constantemente lazos más estrechos con Pekín. Pero ante las recientes derrotas electorales, los líderes del KMT han discutido si cambiar la postura del partido sobre el Consenso de 1992.

El principal partido rival del KMT, el Partido Democrático Progresista (DPP), nunca ha respaldado el entendimiento establecido en el Consenso de 1992. La presidenta Tsai, que también es la líder del DPP, se ha negado a aceptar explícitamente el consenso. En cambio, ha intentado encontrar otra fórmula que sea aceptable para Pekín.

En 1979, Estados Unidos estableció relaciones diplomáticas formales con la República Popular China. Al mismo tiempo, rompió sus relaciones diplomáticas y abrogó su tratado de defensa mutua con la República de China. Pero Estados Unidos mantiene una sólida relación no oficial con la isla y continúa vendiendo equipos de defensa a sus militares. Pekín ha instado en repetidas ocasiones a Washington a que deje de vender armas y cese el contacto con Taipéi.

A través de su política de ambigüedad estratégica, Estados Unidos ha intentado, durante décadas, mantener un delicado equilibrio entre el apoyo a Taiwán y la prevención de una guerra con China. Pero el presidente Joe Biden aparentemente ha rechazado la política, afirmando varias veces que Estados Unidos saldría en defensa de Taiwán si China atacaba.

Una de las principales preocupaciones es que las crecientes capacidades militares y la asertividad de China, así como el deterioro de las relaciones entre ambos lados del estrecho, puedan desencadenar un conflicto. Un conflicto de este tipo tiene el potencial de conducir a una confrontación entre Estados Unidos y China. Esto se debe a que China no ha descartado el uso de la fuerza para lograr la reunificación de Taiwán y Estados Unidos no ha descartado defender a Taiwán si China ataca.

La economía de Taiwán sigue dependiendo del comercio con China, que es el mayor socio comercial de la isla. Sin embargo, su relación económica ha experimentado interrupciones en los últimos años, en parte debido a la presión de Pekín sobre la isla y a la creciente preocupación de los funcionarios taiwaneses por su excesiva dependencia del comercio con China.

Taiwán es el principal fabricante por contrato de chips semiconductores del mundo, y su industria está en auge a pesar de las tensiones entre ambos lados del estrecho. Estos chips se encuentran en la mayoría de los dispositivos electrónicos, incluidos los teléfonos inteligentes, las computadoras, los vehículos e incluso los sistemas de armas que dependen de la inteligencia artificial.

Las empresas de Taiwán fueron responsables de más del 60 por ciento de los ingresos generados por los fabricantes por contrato de semiconductores del mundo en 2022. La dependencia de Estados Unidos de las empresas taiwanesas de chips aumenta su motivación para defender a Taiwán de un ataque chino.

## 1.2. SITUACIÓN DE LA DEUDA

**La ratio Deuda/PIB se ha situado en un 336%**, alcanzando la cifra de 307,1 billones de dólares. El nivel de deuda sigue aumentando, y esto ha estado protagonizado por las economías avanzadas al 80%, que ampliaron el volumen de deuda agregado a 207 billones de dólares desde los 199,4 billones de dólares de mediados de 2022.

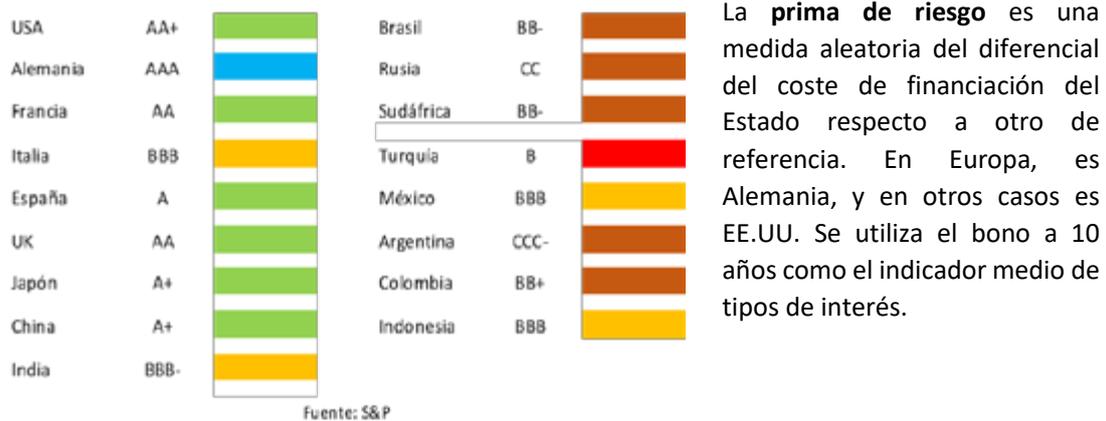
Por contra, entre las economías emergentes el volumen de deuda se incrementó hasta los 100 billones de dólares desde los 97,8 billones de dólares del mismo periodo del año anterior. Los principales países responsables del aumento fueron Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Francia en el caso de los países ricos, mientras que China, India y Brasil estuvieron a la cabeza de las naciones emergentes. En otras palabras, el mundo necesitaría toda la producción mundial (PIB) de 3,3 años para devolver la deuda.

El entorno no ha favorecido esta situación, especialmente la COVID-19, que obligó a los estados a adoptar medidas de ayuda que incrementaban el gasto público, y por lo tanto, el déficit, que a su vez, incrementaba la deuda. Por otro lado, la situación inflacionista ha favorecido el contexto parcialmente, ya que la recaudación ha sido superior, y por lo tanto, el incremento de la ratio ha sido menor de lo hubiera sido sin este factor.

Actualmente, vemos como la deuda nominal sigue aumentando, pero el PIB nominal (PIB real + inflación) crece mucho más gracias a las subidas de los precios. Esto permite a las administraciones gastar más de lo que ingresan mientras disminuye la deuda sobre PIB. La inflación es un impuesto encubierto que acabamos pagando todos, especialmente las clases menos favorecidas. La política monetaria más dura de los bancos centrales ha sido subir los tipos de interés para contener la inflación. Esto complica la situación de la deuda, ya que durante años, la refinanciación se realizaba “gratis”, y teníamos los tipos en un 0%. Ahora esto ha cambiado drásticamente, y cada emisión de deuda, se coloca a unos tipos de interés superiores.

Un alto nivel de deuda pública puede frenar la inversión privada, aumentar la presión fiscal, reducir el gasto social y limitar la capacidad gubernamental de implementar reformas. Las vulnerabilidades derivadas de la deuda han aumentado en los mercados emergentes y en los países de ingreso bajo.

Para hacer que la deuda sea sostenible es necesario que los países mantengan un crecimiento sólido de sus horas trabajadas, principalmente por la incorporación de mano de obra al mercado laboral y aumentos de productividad. La combinación de bajo crecimiento y altas tasas de interés hace que el pago de la deuda sea particularmente un reto para algunos países muy endeudados.



La **prima de riesgo** es una medida aleatoria del diferencial del coste de financiación del Estado respecto a otro de referencia. En Europa, es Alemania, y en otros casos es EE.UU. Se utiliza el bono a 10 años como el indicador medio de tipos de interés.

La crisis inflacionaria y energética que estamos viviendo ha llevado a los países a incrementar su gasto público, y aunque la recaudación se ha incrementado gracias a la inflación, esta situación no será tan buena en 2023, debido a la rebaja de la misma. El aumento del déficit público se antoja fundamental para evitar que la prima de riesgo de la mayoría de las economías sufra una escalada.

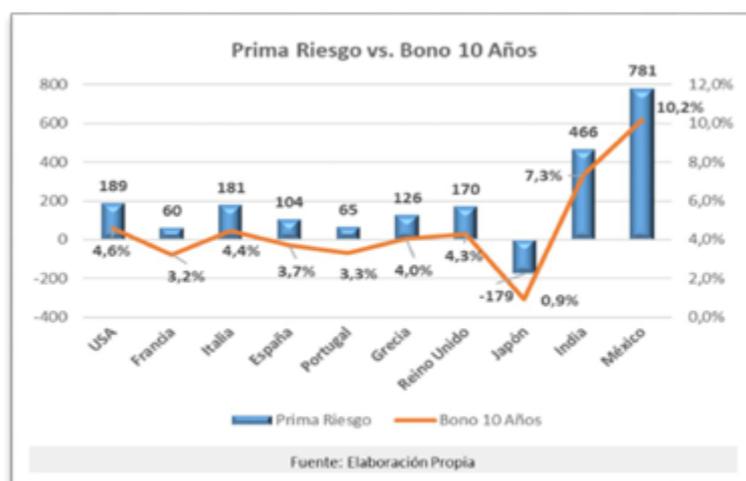
### 1.3. EL LASTRE DE LA INFLACIÓN

En 2022, la inflación en el mundo tocó máximos no registrados en varias décadas. Aunque la inflación general se está reduciendo de manera constante, los indicadores subyacentes —que excluyen los alimentos y la energía— están resultando ser más rígidos en muchas economías, y el crecimiento salarial ha repuntado.

Las expectativas sobre la inflación futura son determinantes para la evolución de la inflación, ya que influyen en decisiones de consumo y de inversión que pueden incidir en los precios y los salarios actuales.

Las expectativas de inflación a corto plazo han alcanzado un punto de inflexión y han entrado en una trayectoria de descenso gradual.

Se observan patrones de expectativas de inflación similares en las empresas, las personas y los inversores en los mercados financieros, en promedio.



**La evolución de las expectativas a corto plazo es importante en términos económicos para la dinámica de la inflación.** Los shocks inflacionarios de oferta son duraderos y la política monetaria es menos eficaz cuando las expectativas son retrospectivas. La inflación, a la baja, pero todavía en cifras desorbitadas, continúa erosionando el poder adquisitivo del ciudadano.

La situación, aunque en proceso de mejora, continúa generando problemas añadidos. En su momento para paliar la subida de precios y la consiguiente pérdida de valor del dinero, los bancos centrales respondieron de forma contundente, endureciendo su política a través de agresivas subidas de tipo de interés y comenzando un efecto dominó con una clara consecuencia: la restricción de la actividad económica. Esta mella en la actividad económica desemboca en un decrecimiento a escala mundial.

*La desaceleración del crecimiento económico será coherente con una caída de la inflación, ya que, a pesar de que las políticas monetarias que se están aplicando a lo mejor no han tenido un gran efecto en la bajada de la inflación inmediata, lo van a tener en el medio plazo, debido al decalaje que existe hasta que estas medidas surgen pleno efecto*

Se prevé la continuidad del proceso desinflacionista, pues por una parte podría dar un buen soporte a los mercados financieros una vez se consoliden las expectativas de un giro monetario, a la vez que seguiría contribuyendo a mejorar la capacidad de compra de los agentes económicos.

El problema es que también la evolución de la inflación está sujeta a una elevada incertidumbre, tanto por el comportamiento de factores que escapan al control de los bancos centrales (como el precio del petróleo o el tono de la política fiscal), como por las dudas sobre la inercia de los componentes más tendenciales de la cesta en un contexto en el que no han desaparecido los riesgos de efectos de segunda ronda.

#### **1.4. POLÍTICA MONETARIA**

En los últimos meses, los tipos de interés oficiales han seguido subiendo en la mayoría de las economías avanzadas, con la excepción de Japón, donde la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia, pero el ritmo de las subidas de tipos se ha ralentizado.

Las reducciones de los balances de los bancos centrales también han continuado, siguiendo trayectorias bien comunicadas, lo que ha añadido presión al alza sobre los tipos de interés a largo plazo. Los juicios de política monetaria se han vuelto más equilibrados a medida que la inflación general retrocede y el impacto de las tasas de interés más altas se hacen visibles en los mercados de crédito e inmobiliario.

Los tipos de interés reales a largo y corto plazo a futuro son ahora positivos en la zona del euro y se encuentran en los niveles más altos desde 2007 en Estados Unidos. Aún no se han sentido todos los efectos del endurecimiento acumulado de los dos últimos años.

La política monetaria debe seguir siendo restrictiva hasta que haya indicios claros de que las presiones inflacionistas subyacentes se reduzcan de forma duradera, de modo que las expectativas de inflación a corto plazo se moderen aún más y el exceso de presión sobre los recursos se desvanezca en los mercados de trabajo y de productos.

**Es probable que esto limite el margen para cualquier reducción de la tasa de política monetaria hasta bien entrado 2024 en la mayoría de las economías avanzadas.** Podrían seguir siendo necesarias algunas subidas adicionales de los tipos de interés cuando las presiones inflacionarias subyacentes sean especialmente persistentes, pero los tipos de interés oficiales parecen estar en su punto máximo o cerca de él en la mayoría de las economías.

En caso de tensión adicional en los mercados financieros, deben utilizarse plenamente los instrumentos de política financiera de que disponen los bancos centrales para mejorar la liquidez y minimizar los riesgos de contagio. Las decisiones de política deberán seguir dependiendo de los datos y comunicarse con claridad, dada la incertidumbre sobre los efectos de la rápida subida de los tipos de interés tras muchos años de política muy acomodaticia, y la velocidad y los canales a través de los cuales aparecerán.

Los cambios en la estructura económica (como el aumento de la prevalencia de la deuda fija o semifija en algunos mercados de vivienda) y en los mercados financieros, con el mayor papel de las instituciones financieras no bancarias, afectan a la transmisión de la política monetaria.

El endurecimiento rápido y simultáneo que se ha aplicado en todo el mundo también hace que el mecanismo de transmisión sea más complejo e incierto, especialmente en el caso de las economías abiertas más pequeñas, ya que la debilidad de la demanda mundial se ha convertido en un factor más importante de la desinflación en relación con las variaciones de los tipos de cambio derivadas de las medidas de política interna.

En la mayoría de las economías de mercados emergentes, el margen de maniobra de la política monetaria se ve limitado por las condiciones financieras mundiales restrictivas y la necesidad de mantener ancladas las expectativas de inflación. La mejora de los marcos de política y la adopción de medidas rápidas han aumentado la eficacia de la política monetaria en muchas de las principales economías y han contribuido a garantizar que hasta ahora se hayan evitado las tensiones financieras.

Sin embargo, en algunos casos, unas políticas prudenciales más estrictas mejorarían aún más la resiliencia y aumentarían el margen de maniobra de la política monetaria. Los tipos de interés oficiales se han mantenido sin cambios durante algún tiempo en muchas de las principales economías como la India, Indonesia, México y Sudáfrica, con presiones inflacionarias en niveles moderados. Ya se han producido reducciones de tipos en Brasil y en varias economías más pequeñas en las que el endurecimiento de la política monetaria se inició en una fase relativamente temprana.

Hay margen para una modesta flexibilización de las políticas durante el próximo año en todas estas economías, siempre que las presiones inflacionarias se mantengan bien contenidas. Por el contrario, en Turquía es necesario un mayor endurecimiento de la política monetaria para ayudar a hacer frente a una inflación obstinadamente alta.

El impacto directo e indirecto del shock energético poco a poco se va desvaneciendo en Europa, aunque se debe mantener la cautela por la complejidad del escenario geopolítico y el riesgo de que algunos precios hayan adquirido una mayor inercia que en el pasado.

Esa cautela se puede traducir en el mantenimiento de los tipos de interés en los niveles actuales hasta la segunda mitad de 2024, cuando veríamos un cambio de tendencia en el ciclo monetario (anticipando el retorno de la inflación al objetivo en 2025), aunque todavía con unas condiciones financieras claramente en zona restrictiva.

### 1.5. POLÍTICA FISCAL

**Los gobiernos se enfrentan a crecientes presiones fiscales.** En general, los niveles de deuda pública son más altos que antes de la pandemia y, en muchos países, se sitúan en niveles relativos al PIB que antes solo se veían en tiempos de guerra. La carga del servicio de la deuda sigue aumentando a medida que vence la deuda de bajo rendimiento y es sustituida por nuevas emisiones de mayor rendimiento.

La transición climática, el impacto del envejecimiento de la población en el gasto en salud y pensiones y los planes para aumentar el gasto en defensa también se suman a las presiones de gasto futuras. Las expectativas públicas de una intervención fiscal para ayudar a compensar las perturbaciones económicas también han aumentado a raíz de la pandemia y la crisis energética. En ausencia de ajustes en el gasto o aumentos en los impuestos, todos estos factores implicarían aumentos futuros significativos en la relación deuda pública/PIB.

La intensificación de los esfuerzos a corto plazo para reconstruir el espacio fiscal y garantizar la sostenibilidad de la deuda conservaría los escasos recursos para cumplir las prioridades futuras en materia de política y responder eficazmente a futuras perturbaciones. Esto también mejoraría la armonización a corto plazo de las políticas fiscales y monetarias.

Muchas medidas de apoyo fiscal, incluidos los sistemas de apoyo a la energía restantes, deben reducirse y orientarse mejor hacia los más necesitados, en particular los hogares vulnerables que no están adecuadamente cubiertos por los sistemas de protección social existentes. La consolidación no debe hacerse a expensas de la inversión necesaria para ayudar a fomentar la transición ecológica y digital ni del gasto en otras medidas prioritarias de mejora de la

productividad, como la adquisición de capacidades.

Unos marcos fiscales a mediano plazo reforzados y creíbles, con una orientación clara sobre el gasto futuro y los planes fiscales, y reevaluaciones de la composición del gasto público ayudarían a hacer frente a estos desafíos.

En muchas economías de mercados emergentes, unas normas fiscales creíbles y la disociación de las finanzas públicas del ciclo de las materias primas mejorarían la estabilización macroeconómica, la eficiencia del gasto y ayudarían a aliviar las presiones sobre el servicio de la deuda.

La intensificación de los esfuerzos para fortalecer la recaudación de ingresos, ampliar la base tributaria y reducir la carga de las empresas estatales permitiría extender permanentemente la cobertura de los sistemas de protección social. El aumento del sobreendeudamiento entre los países de bajos ingresos hace que sea particularmente urgente que los países acreedores y las instituciones adopten medidas conjuntas para garantizar que la carga de la deuda sea sostenible y mitigar el riesgo de que se produzcan reveses importantes para el desarrollo.

Es necesario revitalizar los esfuerzos de política estructural y reorientar las políticas comerciales. Ante los mediocres resultados del crecimiento mundial en 2023 y 2024, la disminución a largo plazo de las tasas de crecimiento potencial y los acuciantes retos derivados del envejecimiento de la población, la transición climática y la digitalización, existe una clara necesidad de reformas estructurales ambiciosas que impulsen la oferta para revitalizar el crecimiento y mejorar su calidad.

Los esfuerzos renovados para reducir las limitaciones en los mercados de trabajo y de productos, fortalecer la inversión y la participación de la fuerza de trabajo y mejorar el desarrollo de habilidades optimizarían las perspectivas de productividad y los niveles de vida sostenibles logrando que el crecimiento fuera más inclusivo.

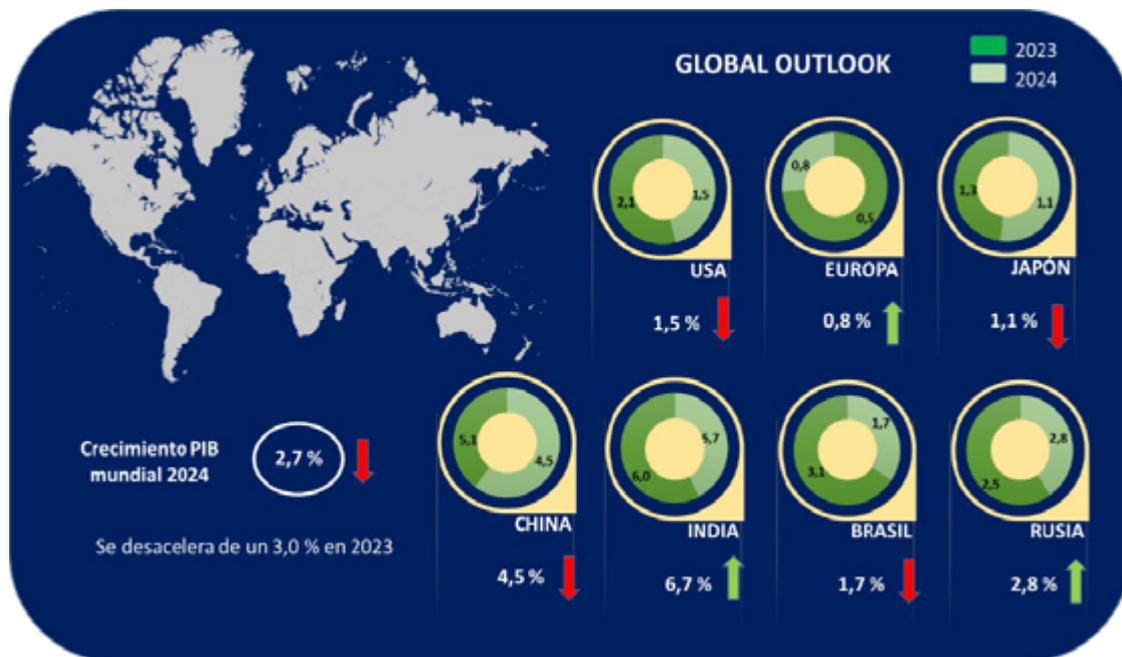
Otra prioridad fundamental es la reactivación del comercio mundial. La economía global ha experimentado ya más de una década en la que el crecimiento del comercio, en términos de volumen, apenas ha seguido el ritmo del crecimiento del producto, y la carga acumulada de las restricciones comerciales ha aumentado constantemente, especialmente desde 2018.

Esto representa una oportunidad perdida, especialmente en muchos sectores de servicios en los que las restricciones al comercio siguen siendo considerables.

En un mundo interconectado, los mercados internacionales abiertos y que funcionen bien, con cadenas de suministro resilientes y eficientes, en el marco de un sistema mundial de comercio basado en normas, son una fuente importante de prosperidad y crecimiento de la productividad a largo plazo tanto para las economías avanzadas como para las de mercados emergentes.

Al mismo tiempo, la pandemia y la guerra en Ucrania han puesto de manifiesto las vulnerabilidades que pueden surgir de unas cadenas de suministro cada vez más complejas y concentradas, lo que ha suscitado preocupación por la seguridad del suministro. Un desafío clave es mejorar la resiliencia de las cadenas de valor mundiales sin erosionar sus beneficios para la eficiencia.

La fragmentación geoeconómica y el cambio hacia políticas comerciales más introspectivas reducirían los beneficios del comercio mundial y afectarían a los niveles de vida, especialmente en los países y hogares más pobres.



*Se prevé que el crecimiento mundial sea del 2,7% en 2024, desacelerándose desde un 3,0% en 2023*

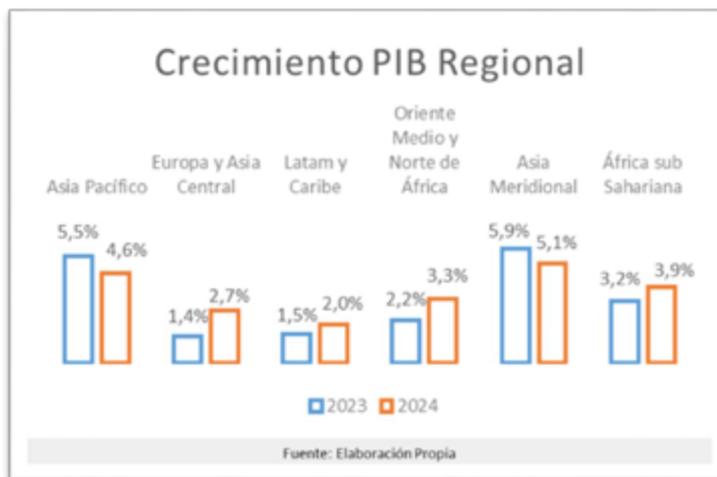
# 2.

## ESCENARIOS REGIONALES

Respecto al **crecimiento regional**, los mercados emergentes y economías en desarrollo enfrentan una combinación de factores mundiales predominantemente negativos. Se prevé que el crecimiento aumentará en 2023 en Asia oriental y el Pacífico, a medida que la reapertura de China genere una recuperación y que mejoren las perspectivas de crecimiento en las grandes economías. 2024 también verá lastrado su crecimiento.

En cambio, se prevé un crecimiento moderado en todas las demás regiones dada la escasa demanda externa, las severas condiciones financieras mundiales y la alta inflación, que frenarán la actividad.

**Se prevé que el próximo año el crecimiento aumentará en la mayoría de las regiones a medida que los factores adversos se reduzcan.**



**Los riesgos de deterioro en las perspectivas regionales incluyen posibles tensiones financieras mundiales y una inflación local más persistente.** Las tensiones geopolíticas, los conflictos y los disturbios sociales, también plantean riesgos de deterioro.

- **Europa y Asia central:** Se espera que en 2023 el crecimiento se eleve ligeramente al 1,4 % antes de aumentar al 2,7 % en 2024.
- **América Latina y el Caribe:** Se prevé que el crecimiento se reducirá al 1,5 % en 2023 y luego se recuperará hasta alcanzar el 2 % en 2024.
- **Oriente Medio y Norte de África:** Se prevé que el crecimiento disminuirá al 2,2 % en 2023 y luego rebotará al 3,3 % en 2024.
- **Asia meridional:** Se espera que el crecimiento disminuya ligeramente al 5,9 % en 2023 y al 5,1 % en 2024.
- **África subsahariana:** Se prevé que el crecimiento se desacelerará al 3,2 % en 2023 y aumentará al 3,9 % en 2024.

Las tendencias divergentes que venían configurándose en sus contribuciones para el crecimiento y la inflación, y que se concentraban principalmente en torno a los diferentes momentos cíclicos entre las economías desarrolladas y las emergentes, también comienzan a reflejarse dentro de las propias agrupaciones.

*Se observan brechas evidentes principalmente dentro del grupo de economías desarrolladas, con Estados Unidos liderando los avances en detrimento de la Unión Europea que ve arraigadas sus debilidades, pero también en los mercados emergentes dada tanto la debilidad de China, que no termina de apuntalar una recuperación convincente, como las vulnerabilidades latentes en ciertos países de Latinoamérica y de la región de Europa, Medio Oriente y África*

Las dinámicas de inflación presentan de fondo una serie de divergencias que hacen compleja, tanto la generalización de un comportamiento homogéneo, como el establecimiento de una fórmula única para combatirla (con herramientas tanto fiscales como monetarias). En el caso de los países desarrollados, Estados Unidos sigue presentando una trayectoria que no es aún la de un ritmo de retorno hacia el objetivo la inflación deseable y, que todavía pueden existir presiones secundarias en la demanda.

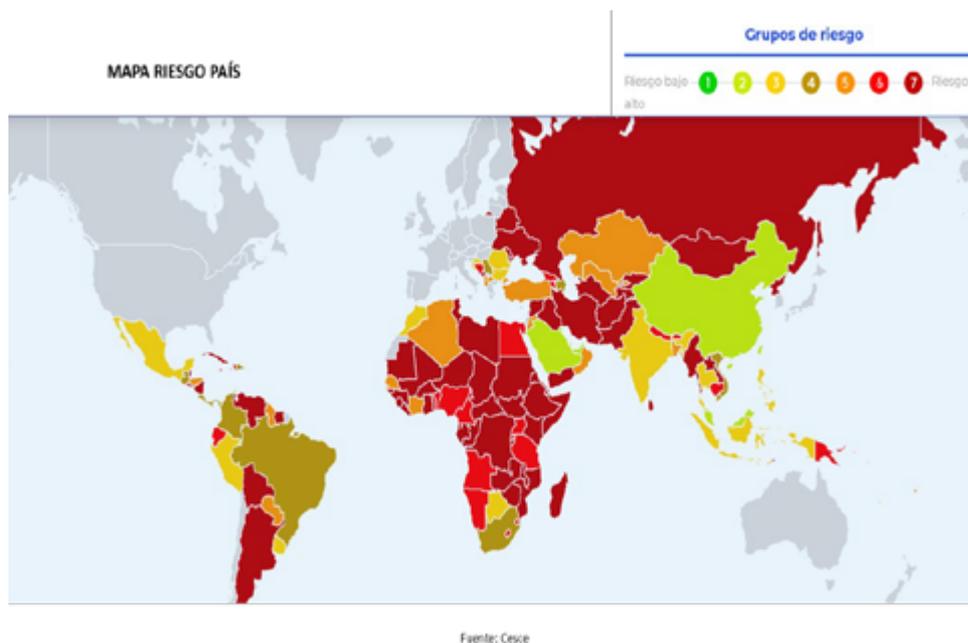
La inflación en la Eurozona, por su parte, muestra una debilidad más amplia y con mayores obstáculos para llegar al consumidor, debido al componente energético y, por tanto, sujeta a una previsibilidad más volátil, al no reducir la exposición a los factores de oferta (en la actualidad provenientes de la crisis en Oriente Medio). En el caso de los mercados emergentes, Asia sigue mostrando unas tasas de inflación más moderadas, destacando la entrada en territorio deflacionario de China. Finalmente, en la región latinoamericana, por último, si bien se han experimentado recientes repuntes de inflación, se debe más a factores idiosincráticos.

Esta casuística viene contextualizando la disparidad de políticas monetarias aplicadas en todo el mundo y cuya precisión está aún por determinarse. En el caso de las economías desarrolladas, el camino elegido ha pasado por un rápido aumento de los tipos de interés (en parte debido a la transitoriedad proyectada al inicio del proceso), seguido de un punto máximo de restricción monetaria sobre el cual asentarse durante un tiempo prolongado y, cuyo punto de transición trata de acomodarse en la recta final del año.

Por el contrario, las economías emergentes, a diferencia de ciclo anteriores, han seguido una línea de anticipación en primera instancia que ha permitido alcanzar un momento restrictivo más pronunciado, con tipos de interés reales muy positivos y una mayor estabilidad cambiaria. Esta vía, a priori, parece haber permitido tanto un mejor anclaje de las expectativas de inflación, como una mayor estabilidad en materia de flujos a favor de las salidas de capitales desordenadas de épocas anteriores.

Respecto al **comercio mundial**, veremos un crecimiento de mercancías del 0,8% en 2023, incrementándose el crecimiento al 3,3% en 2024.

El ritmo de expansión del comercio en 2023 será bajo, lastrado por la actual guerra en Ucrania, una inflación persistentemente elevada, el endurecimiento de la política monetaria y la incertidumbre financiera. ***¿Estamos presenciando el inicio de una era de relocalización de la producción en respuesta a las tensiones geopolíticas y la competencia económica?, ¿Podemos hablar de un escenario de desglobalización cuando la economía mundial está tan profundamente entrelazada?***



El comportamiento del comercio en los últimos años, junto con los diversos acontecimientos que han alterado la evolución económica internacional, han suscitado un debate acerca de la posibilidad de que el proceso de globalización esté en retroceso.

Es innegable que la pandemia de covid-19 y la invasión rusa a Ucrania han causado drásticas interrupciones en las cadenas de suministro globales y en los mercados de materias primas. Sin embargo, estos shocks han precipitado tendencias que ya venían gestándose con anterioridad y cuyo máximo exponente es la disputa comercial y la competencia por el liderazgo global entre Estados Unidos y China.

**Las elevadas tensiones geopolíticas que actualmente están haciendo tambalear el entramado de relaciones internacionales no son nuevas. Se trata de un fenómeno complejo, cuyo origen no se puede atribuir a un solo factor o evento.** Por citar algunos, comenzaremos señalando los cambios en el equilibrio de poderes a nivel global.

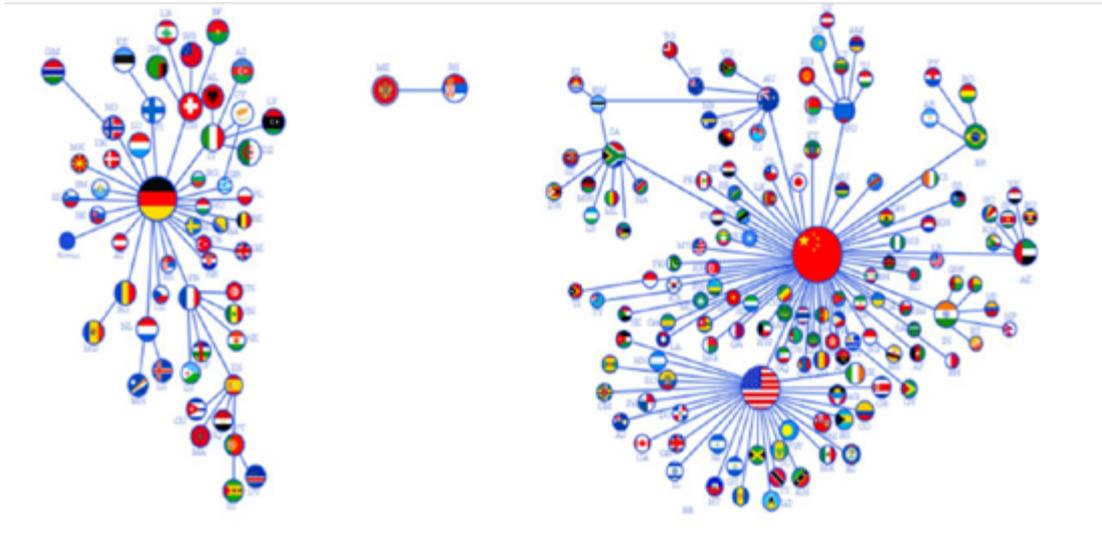
El ascenso de China como una potencia económica y política y su aspiración, cada vez más asertiva, a aumentar su influencia internacional ha generado preocupación, fundamentalmente en Estados Unidos, por preservar su hegemonía.

El impacto de la covid-19 en el comercio y en las cadenas globales de valor exacerbó y generalizó gran parte de estas preocupaciones. Muchos países, incluida la Unión Europea, han adoptado medidas para ganar autonomía estratégica.

Las interrupciones en la cadena de suministro global, los cierres de fronteras y las restricciones comerciales acaecidas como consecuencia de la pandemia llevaron a las empresas y a los gobiernos a buscar formas de garantizar la disponibilidad y el suministro de productos estratégicos.

Muchos países comenzaron a impulsar iniciativas para aumentar la producción local de bienes clave, como los semiconductores, para reducir su dependencia de las importaciones y fortalecer su seguridad nacional.

Países conectados con su principal socio comercial



Fuente: Sandelholz

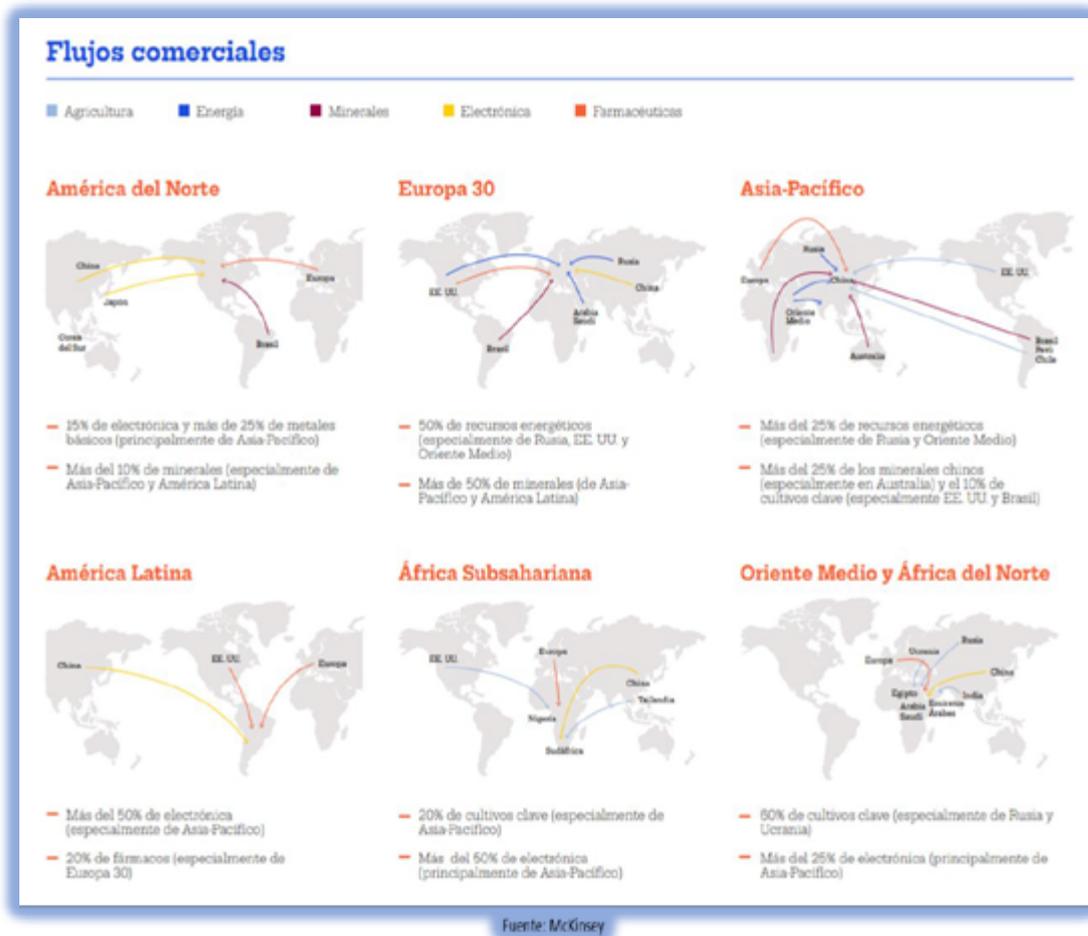
**Otro factor que explicaría la tendencia hacia la regionalización después de la pandemia es el coste de los fletes,** que se dispararon en plena crisis sanitaria hasta superar los 10.000 dólares por flete frente a valores en torno a los 1.420 dólares por flete en 2019.

Sin olvidar el tremendo impacto que tuvo sobre los precios, ello supuso también un desafío enorme para las empresas, que se enfrentaron a dificultades para mantener sus operaciones y cumplir con los plazos de entrega.

En consecuencia, muchas de ellas optaron por reevaluar sus cadenas de suministro y considerar alternativas, como la regionalización de la producción y el transporte, o la búsqueda de proveedores locales, cuando era posible.

El valor del comercio mundial de mercancías en términos de dólares corrientes de los EE.UU. registró una disminución del 5% interanual en el primer semestre de 2023, en parte debido a la disminución de los precios de los productos básicos y a la apreciación del dólar de los EE.UU., que tiende a reducir el valor del comercio denominado en otras monedas.

Las tensiones económicas y políticas entre los Estados Unidos y China, las dos mayores economías del mundo han venido acumulándose durante varios años, y han dado lugar a la imposición de numerosos aranceles. Estas medidas han desencadenado algunos cambios en las pautas comerciales internacionales, pero siguen siendo limitadas las pruebas de que hayan hecho que la mundialización dé marcha atrás.



En 2024, el crecimiento del comercio repuntaría hasta el 3,3%, pero esta estimación es más incierta de lo habitual debido a la presencia de importantes riesgos a la baja, incluidas las crecientes tensiones geopolíticas, la inseguridad alimentaria mundial, la posibilidad de que el endurecimiento de la política monetaria tenga consecuencias imprevistas, los riesgos para la estabilidad financiera y los crecientes niveles de deuda.

La proporción entre el crecimiento del comercio de mercancías y el crecimiento del PIB ofrece una medida aproximada de la elasticidad del comercio con respecto a los ingresos (o, dicho de otro modo, la capacidad de respuesta del comercio a los cambios en el PIB).

Esta proporción cayó de 1,6 en 2021 a 0,3 en 2023, pero se prevé que aumente a 1,3 en 2024. El promedio de los valores correspondientes a 2019 y 2024 da como resultado una elasticidad de 1,0, que indica que el comercio sigue creciendo a una proporción de 1 a 1 en línea con el PIB.

	2023	2024
<b>Volumen Comercio Mundial</b>	0,8%	3,3%
<b>Exportaciones</b>		
América del Norte	3,6%	2,7%
América del Sur	1,7%	0,6%
Europa	0,4%	2,2%
CEI	3,0%	1,9%
África	-1,5%	4,1%
Oriente Medio	2,0%	3,8%
Asia	0,6%	5,1%
<b>Importaciones</b>		
América del Norte	-1,2%	2,2%
América del Sur	-1,0%	3,3%
Europa	-0,7%	1,6%
CEI	25,0%	-4,0%
África	5,1%	3,1%
Oriente Medio	12,5%	4,6%
Asia	-0,4%	5,8%





## ESTADOS UNIDOS

En 2023, ante el endurecimiento de la política se esperaba una mala reacción del crecimiento, pero la fortaleza del mercado laboral y del consumo han desafiado todas las expectativas. La mayor economía del mundo no solo no ha frenado, sino que en el tercer trimestre de 2023 aceleró su crecimiento hasta su mayor ritmo desde 2021.

El consumo en Estados Unidos ha experimentado un rápido crecimiento en 2023, a pesar del endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Esto se debe a los ahorros acumulados durante la pandemia y al sólido aumento de los ingresos de los hogares.

Sin embargo, se ha observado una desaceleración en la demanda de mano de obra en los últimos meses y se espera que la inflación salarial disminuya a medida que el mercado laboral se enfríe.

Además, las condiciones crediticias están cada vez más ajustadas y el impulso del crédito se ha vuelto negativo. La disminución en el crecimiento de los beneficios también indica una debilitación de las perspectivas de inversión empresarial. Por lo tanto, se podría ver una leve recesión en Estados Unidos, en la segunda mitad de 2024.

Esa fortaleza del consumo, que representa más de dos tercios de la economía estadounidense, se ha debido a factores temporales que impulsaron el gasto en ocio y entretenimiento. A eso se unió una política fiscal claramente expansiva y que la inflación se moderó y los salarios empezaron a recuperar poder adquisitivo.

Las empresas también han estado invirtiendo en nuevas fábricas y reponiendo sus existencias de bienes, lo que impulsa la producción. Eso compensa el frenazo en los sectores más sensibles a los tipos de interés, como el inmobiliario residencial.

El aumento del PIB real reflejó incrementos del gasto de los consumidores, de la inversión privada en inventarios, de las exportaciones, del gasto de las administraciones estatales y locales y de las administraciones federales y de la inversión fija residencial, que se vieron compensados en parte por un descenso de la inversión fija no residencial. Las importaciones, que restan en el cálculo del PIB, aumentaron.

Pero hay indicios de que el endurecimiento monetario está pesando sobre el gasto en inversión, por lo que todavía hay razones de peso para esperar una fuerte desaceleración en los próximos trimestres.

Aunque ahora parece improbable que se produzca una recesión a finales de 2023, se sigue apreciando una fuerte desaceleración del crecimiento y, el endurecimiento adicional de las condiciones financieras en los últimos tiempos significa que es probable que una mayor parte de esa debilidad se manifieste en 2024.

La Fed entiende que se está produciendo un softlanding de la economía americana, esto es, la reducción de la inflación sin provocar una recesión y una fuerte subida del paro. Sin embargo, han admitido que la batalla contra la inflación no está ganada dejando abierta la puerta a nuevas subidas de los tipos de interés.

**La economía americana crecerá un 1,5% en 2024**

La **tasa de desempleo** cerrará 2023 en un 3,9%, repuntando en 2024 hasta un 4,5%, si bien en ambos casos, manteniéndose en pleno empleo. **El mercado laboral sigue mostrando resiliencia.**

El sólido mercado laboral está impulsando los salarios, aunque no lo suficiente para compensar el alza en los precios.



**El mercado laboral estadounidense está acusando una cierta ralentización, aunque encadena 34 meses consecutivos creando empleo**

La resistencia del mercado laboral proporciona a la Reserva Federal el espacio para centrarse en frenar la inflación. El número de desempleados está en torno a 6,5 millones, incluyendo 1,3 millones de desempleados de larga duración (aquellos sin trabajo durante 27 semanas o más), que representaban el 19,7% del total de desempleados.

Con respecto a la **inflación**, ha sido el gran caballo de batalla, no sólo en EE.UU., sino en todo el mundo, y la razón del endurecimiento de las políticas monetarias de los bancos centrales.

La situación inflacionaria de la economía americana viene provocada principalmente por un shock de demanda, mientras que la parte provocada por el shock de oferta (problemas con las cadenas de suministro) es mucho más reducida.

Tras haber marcado su máximo nivel en cuatro décadas, la inflación en Estados Unidos ha bajado en 2023 desde un impactante 9,1% a un 3,7%.

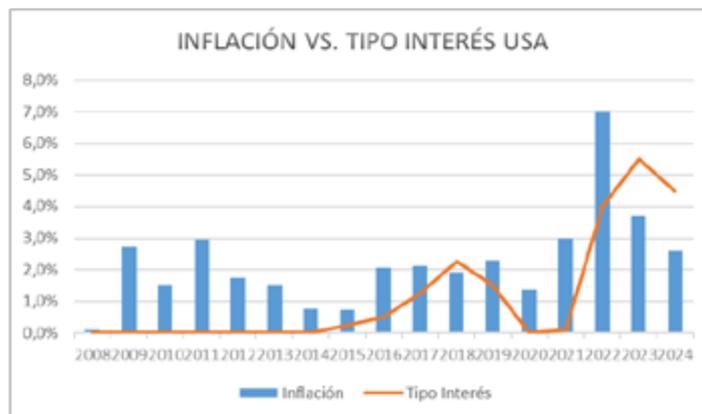
Comparado con los otros países más ricos del mundo que forman parte del Grupo de los Siete (Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, Canadá y Japón), EE.UU. es la economía donde el coste de la vida bajó más velozmente después de haber registrado un récord histórico.

Parte de la explicación sobre el relativo éxito de EE.UU. en la reducción de la inflación es el rol de los precios de la energía. El país ha estado expuesto a las consecuencias de la guerra en Ucrania de una manera distinta a las naciones europeas, donde el golpe energético fue mucho más profundo dada la estrecha dependencia de los suministros rusos.

En Estados Unidos se produjo un gigantesco aumento de la demanda de bienes acompañado de una subida en el precio de los productos. Ahora, esa demanda se ha enfriado, y esto tiene mucho que ver con la política monetaria de la Reserva Federal, que se embarcó en una sucesiva y profunda subida de tasas de interés para controlar la escalada de precios.

De igual manera, un factor que ha contribuido a la disminución del alto coste de la vida en EE.UU. es la normalización de

	Inflación	Tipo Interés
2008	0,1%	0,0%
2009	2,7%	0,0%
2010	1,5%	0,0%
2011	3,0%	0,0%
2012	1,7%	0,0%
2013	1,5%	0,0%
2014	0,8%	0,0%
2015	0,7%	0,3%
2016	2,1%	0,5%
2017	2,1%	1,25%
2018	1,9%	2,25%
2019	2,3%	1,50%
2020	1,4%	0,0%
2021	3,0%	0,10%
2022	7,0%	4,00%
2023	3,7%	5,50%
2024	2,6%	4,50%



Fuente: Elaboración Propia

**La inflación cerrará 2023 en un 3,7%, para reducirse en 2024 a un 2,6%. En cuanto al déficit, aumentó un 23% en el año fiscal 2023, alcanzando los 1,7 billones de dólares. El déficit presupuestario va a suponer un 6,5% del Producto Interior Bruto (PIB) del país en 2023.**

La disminución neta de los ingresos de EEUU se explica porque el Gobierno recibió recaudaciones inferiores a las estimadas de impuestos sobre la renta de las empresas e individuos, recibos de seguridad social y jubilación e impuestos especiales.

Los ingresos del Ejecutivo disminuyeron en un 9,3% en comparación con el año 2022, casi en su totalidad debido a una disminución de 456.000 millones de dólares en los impuestos sobre la renta de las

la oferta de bienes disponibles en el comercio, tras los embates que provocó la pandemia de Covid- 19.

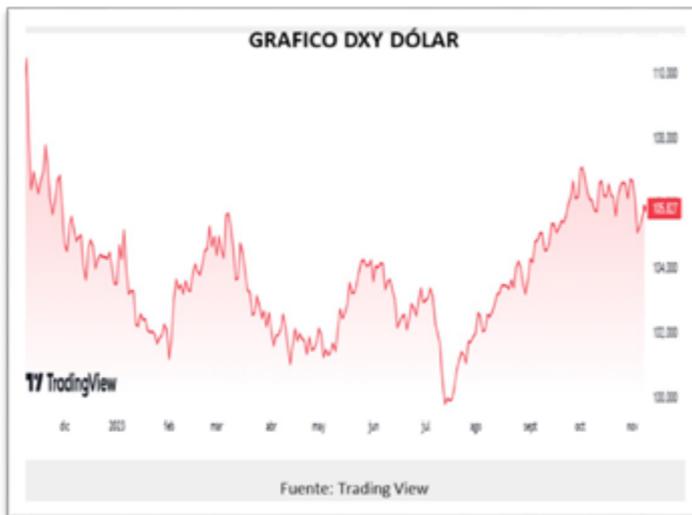
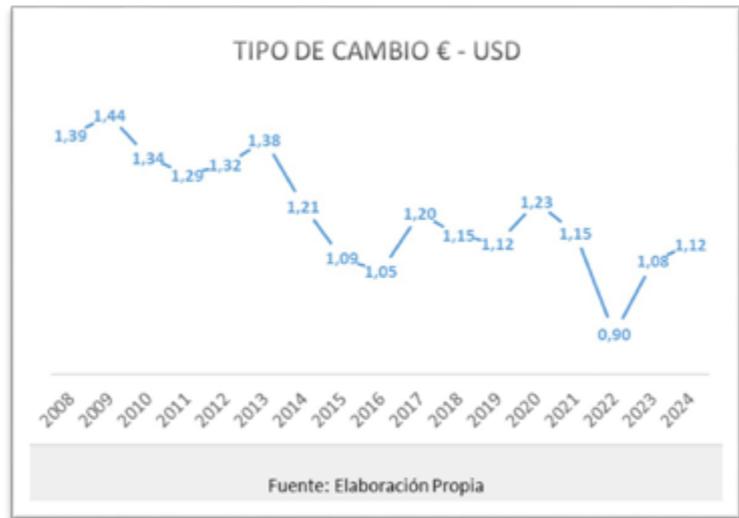
Los graves problemas con las cadenas de suministro del comercio internacional, que generaron una crisis de contenedores, con escasez de algunos productos y unos costes del transporte marítimo astronómicos, han comenzado a solucionarse.

personas. Y a todo esto se suman las ayudas a Israel (14.300 Millones USD) y Ucrania (61.400 Millones USD) solicitadas por Biden al Congreso. Las previsiones para la próxima década se estancan en un déficit crónico de cerca del 4,5%.

**EL tipo de cambio €/USD** será de 1,08 para finales de 2023 y 1,12 para finales de 2024. Esta depreciación del dólar se basa en varios factores; en primer lugar, que la Fed no subirá más los tipos de interés y que comenzará a rebajarlos en el último trimestre de 2024. Por el contrario, el Banco Central Europeo mantendrá los tipos altos durante más tiempo, por lo que la ampliación del diferencial de tipos entre EE.UU. y Europa marcará el ritmo de depreciación del dólar.

En segundo lugar, están las perspectivas de recuperación económica, que será más rápida en EE.UU., y también crecerá a tasas superiores que en la eurozona.

En tercer lugar, otro factor a tener en cuenta son las elecciones americanas en noviembre de 2024, donde no se puede descartar un aumento del gasto público como medida de apoyo del mensaje electoral del gobierno. Ello debilitaría al dólar.



La situación de la **deuda** en USA no es halagüeña, con un importe superior a los 31 billones de USD.

En 2023, EE.UU. ha estado cerca de un default técnico.

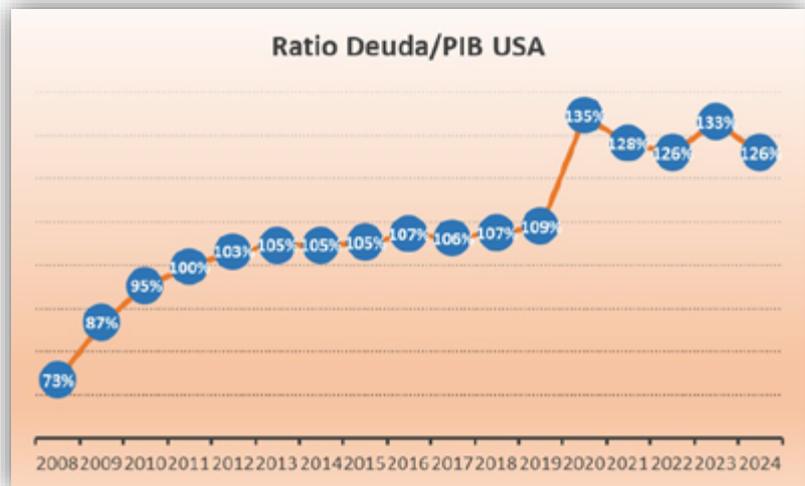
El 19 de enero de 2023, Estados Unidos alcanzó su techo de deuda al superar la barrera de los 31,4 billones de dólares.

Con esta cifra rebasó su límite legal de endeudamiento, es decir, la cantidad de dinero que el Gobierno estadounidense está autorizado a pedir prestado para hacer frente a sus obligaciones legales, como son el pago a la Seguridad Social y Medicare, los salarios de los militares, los intereses de la deuda nacional o las devoluciones de impuestos, entre otros.

La deuda es seis veces mayor que la alcanzada a principios del siglo XXI: en dos décadas el país ha sumado 28,5 billones de dólares a su deuda.

A diferencia de lo que ocurre en otros países como España, donde el límite se establece al gasto y no a la deuda. El Congreso en Estados Unidos fija una cantidad máxima que el Gobierno federal puede pedir prestado para financiar sus obligaciones.

Esta deuda federal aumenta cuando los gastos totales superan a los ingresos totales, lo que produce un déficit presupuestario. Como el país arrastra una falta de ingresos crónica, registra déficit presupuestario desde hace mucho tiempo, resultado de políticas enfocadas al gasto militar y a reducir impuestos.



Fuente: Elaboración Propia

Dado que es la Cámara de Representantes de reciente mayoría republicana el órgano que tiene el poder de establecer un nuevo déficit presupuestario en Estados Unidos, los congresistas conservadores lo condicionan a que Joe Biden, el presidente demócrata del país acepte fuertes recortes del gasto en partidas tan sensibles como la red de seguridad social, programas que consumirán una parte cada vez mayor del presupuesto federal en las próximas décadas.

Finalmente, en junio de 2023, se alcanzó un acuerdo entre los republicanos y demócratas para ampliar el techo de deuda hasta enero de 2025 a cambio de límites en el gasto también durante dos años. La Ratio Deuda/PIB alcanzará un 133% en 2023 y un 126% en 2024.

**Los riesgos para la actividad económica y la estabilidad financiera empiezan a ser cada vez más visibles.** Aunque el escenario es el de un aterrizaje suave, el de una recesión está lejos de poder ser descartada. Para empezar, la curva de tipos de interés

invertida en muy pocas ocasiones no ha precedido recesión, aunque esto es posible.

Se está ante un choque de tipos de interés (desde los 0,25% de 2021 a los 5,50% actuales) y muchos negocios no están diseñados para ser rentables con este nivel de tasas (por ejemplo, el inmobiliario de alquiler, oficinas y comercio, y también los precios de la financiación automóvil). Adicionalmente, ante la creciente inestabilidad en Oriente Medio y los recortes de producción por parte de la OPEP+, podría presentarse un nuevo choque energético.

No menos importante son los riesgos en el sistema bancario, especialmente con las minusvalías no realizadas en los bonos, y los riesgos del alto endeudamiento del gobierno estadounidense.

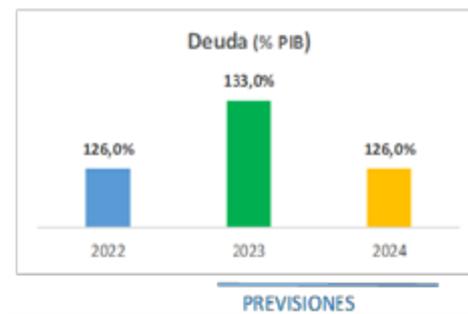
**Se espera un deterioro fiscal para los próximos tres años, una carga de la deuda de las administraciones públicas elevada y creciente, y la erosión del control de gasto.**



**Cuadro Macroeconómico**

	2023	2024
Crecimiento PIB	2,1%	1,5%
Contrib. D. Doméstica	1,2%	0,9%
Contrib. Consumo Privado	0,7%	0,5%
Contrib. Inversión Total	0,2%	0,1%
Contrib. Consumo Público	0,3%	0,3%
Contrib. D. Externa	0,9%	0,6%
Inflación	3,7%	2,6%
Déficit	-6,5%	-7,0%
Deuda/PIB	133,0%	126,0%
Desempleo	3,9%	4,5%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,12
Tipo Interés	5,5%	4,5%
PMI	50,7	53,0

	2022	2023	2024
PIB	1,4%	2,1% ↑ 0,7 p.p.	1,5% ↓ -0,6 p.p.
Inflación	7,0%	3,7% ↓ -3,3 p.p.	2,6% ↓ -1,1 p.p.
Déficit	-5,5%	-6,5% ↑ 1,0 p.p.	-7,0% ↑ 0,5 p.p.
Deuda	126,0%	133,0% ↑ 7,0 p.p.	126,0% ↓ -7,0 p.p.
Desempleo	3,7%	3,9% ↑ 0,2 p.p.	4,5% ↑ 0,6 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



## EUROPA

El crecimiento del PIB se estancó ya en el tercer trimestre de 2023 y se va a mantener contenido en el cuarto trimestre, dado que la actividad sigue siendo débil en el sector manufacturero y se ralentiza en el sector servicios.

El impulso a la actividad económica procedente de la reducción de las carteras de pedidos pendientes desaparece y el lastre derivado del endurecimiento de las condiciones de financiación y de las condiciones adversas de oferta del crédito se intensifica. Se observa una contracción de la actividad que ahora se extiende a los servicios.

Dado que se espera que la inflación disminuya y que los salarios aumenten en el contexto de un mercado de trabajo aún tensionado, la renta real disponible debería recuperarse.

Aunque se prevé que esto sienta las bases para una recuperación del consumo privado para finales de 2023, la confianza de los consumidores se ha deteriorado, al igual que la de las empresas en relación con la producción de bienes de consumo, lo que implica un comportamiento de los consumidores más cauto.

Al mismo tiempo, se prevé que la contribución de la demanda exterior neta siga siendo negativa en el último trimestre de 2023, ya que el crecimiento de las importaciones se recuperará en consonancia con la demanda interna, mientras que el crecimiento de las exportaciones seguirá siendo moderado.

**De cara a 2024, se estima que el crecimiento del PIB de la zona del euro se fortalecerá moderadamente en un contexto de aumento de la renta real de los hogares y de mejora en la demanda externa,**

aunque con las dificultades derivadas del endurecimiento de las condiciones de financiación y del menor apoyo fiscal. Se prevé que el crecimiento del PIB real se refuerce en 2024.

Además de la desaparición progresiva de las perturbaciones energéticas, se espera que el crecimiento se vea respaldado por la disminución de las presiones inflacionistas, en un contexto de resiliencia del crecimiento de las rentas del trabajo, lo que allanará el camino para una recuperación del consumo privado. La demanda exterior, que ha sido especialmente débil este año, también debería recuperar su fortaleza.

No obstante, se considera que el impulso procedente de estos factores favorables se verá mitigado por unas condiciones de financiación más restrictivas y por la apreciación del euro. Además, aunque se considera que la contribución de las medidas de apoyo fiscal al crecimiento será prácticamente neutra en 2023, se espera que su eliminación contribuirá negativamente en 2024.

Se prevé que el endurecimiento de las condiciones de financiación, debido principalmente a la subida de los tipos de interés y, en parte, también a las restricciones en la oferta de crédito, siga frenando la demanda.

La fuerte subida de los tipos de interés desde diciembre de 2021 sigue transmitiéndose a la economía real, lo que afecta a las perspectivas de crecimiento, especialmente para 2023 y 2024.

Asimismo, las condiciones de oferta de crédito se han endurecido desde el cambio de año y el crecimiento de los préstamos ha disminuido de forma acusada. Estos factores, junto con el significativo deterioro

de los últimos indicadores mensuales de actividad, sugieren que los efectos adversos

sobre la oferta de crédito podrían ser mayores de lo previsto, pese a la favorable situación general de los balances de los hogares y de las empresas.

**El PIB de la eurozona crecerá en 2023 un 0,5%, y un 0,8% en 2024**

La **inflación** general mundial está disminuyendo, pero las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo intensas, especialmente en las economías avanzadas, mientras que los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se reducirán de forma acusada, debido a la evolución de los precios de las materias primas.



Fuente: Elaboración Propia

Los precios de exportación (en monedas nacionales) de los competidores de la zona del euro han seguido una trayectoria descendente desde mediados de 2022, debido a la caída de los precios de las materias primas y a la relajación gradual de las presiones latentes internas y externas.

Las inflaciones subyacentes son todavía elevadas y habrá que vigilarlas, para que el incremento de precios no se vea fijado en la economía.

La inflación se rebajará de un 5,6% en 2023 a un 3,2% en 2024. Se espera que la **inversión empresarial** disminuya en 2024

dado que el endurecimiento de las condiciones de financiación tiene un efecto considerable.

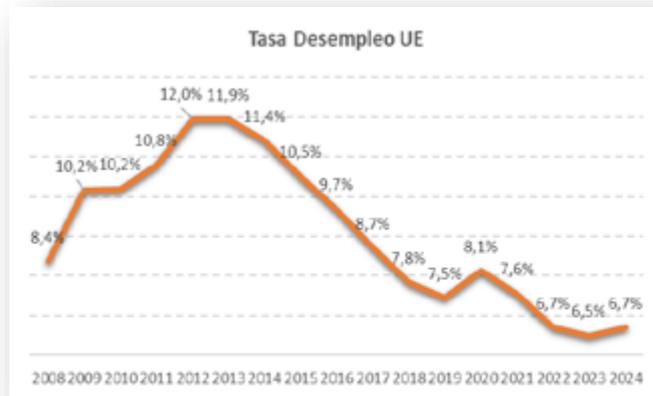
La desaparición gradual de los cuellos de botella en la oferta, la debilidad de la demanda agregada y el fuerte crecimiento de los salarios reflejan la caída de los indicadores de beneficios empresariales. Los beneficios unitarios disminuirán hasta mediados de 2024 y, junto con el impacto desinflacionista de la mejora de la relación real de intercambio y el fortalecimiento del crecimiento de la productividad, contribuirán a absorber el crecimiento relativamente intenso de los costes laborales.

El **desempleo** repuntará en 2024 hasta un 6,7%. El mercado de trabajo experimentará una desaceleración en los próximos trimestres, en consonancia con el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento, y se produciría un aumento del desempleo, aunque será leve.

Las horas medias trabajadas por persona ocupada crecerán moderadamente, lo que implica una recuperación hasta en torno a sus niveles anteriores a la pandemia.

En lo que se refiere tanto al número de empleados como a las horas trabajadas, las proyecciones apuntan a una reducción gradual del atesoramiento de trabajo y, por tanto, a una recuperación de la productividad.

El crecimiento de los salarios nominales disminuirá gradualmente con el tiempo, aunque seguirá siendo elevado como consecuencia de la persistencia de las tensiones en los mercados de trabajo, las subidas de los salarios mínimos y la compensación por la inflación.



Fuente: Elaboración Propia

Se prevé que el **déficit** presupuestario siga disminuyendo en 2023 y 2024, hasta el 3% del PIB. Esta situación obedece principalmente a un descenso del déficit primario ajustado de ciclo en 2023-2024, junto con un ligero aumento de los pagos por intereses en porcentaje del PIB.



Fuente: Elaboración Propia

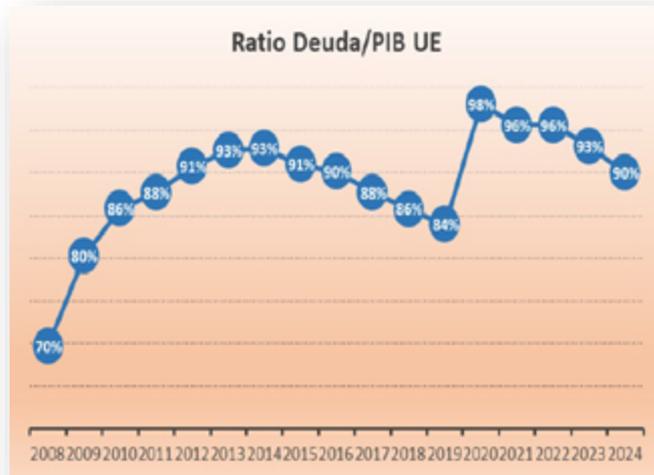
La política fiscal será más restrictiva en 2024. La orientación de la política fiscal de la zona euro, ajustada por las subvenciones del NGEU, estará prácticamente equilibrada en 2023, pero será significativamente más restrictiva en 2024, principalmente como consecuencia de la retirada de casi el 75% de las medidas de compensación referidas a la energía y a la inflación respecto a 2023.

La ratio de **deuda** en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo hasta situarse en el 90% en 2024. Esto debido a los diferenciales negativos de tipo de interés-crecimiento que compensan los déficits primarios y los ajustes positivos previstos entre déficit y deuda.

En cuanto a la **política monetaria**, se espera que los tipos continúen altos durante un periodo prolongado. Si bien, se estima que el BCE pueda reducir 100 p.b. el tipo de interés en 2024.

La **presión fiscal** es la relación entre los ingresos tributarios totales de un país, incluidas las cotizaciones a la Seguridad Social, y su renta nacional. Es un indicador que mide el grado de esfuerzo fiscal de los ciudadanos y empresas de un país. En Europa, los países con más presión fiscal en comparación con su PIB son: Francia (47,4%), Austria (43,4%), Finlandia (42,9%), Italia (42,7%), Suecia (42,3%), Dinamarca (42,2%), y Alemania (41,9%).

Mientras que los países con menor presión fiscal son: Irlanda (21,5%), Rumanía (27,4%), Letonia (30,5%), Bulgaria (30,9%) y Lituania (31,6%). España se sitúa en un lugar intermedio con una presión fiscal del 38% del PIB. Los riesgos para la economía real y el sector financiero en la Eurozona van en aumento. Con el coste financiero al alza, tanto a corto plazo (banco central, Euribor, bonos a corto) como a largo plazo, y con los bonos del gobierno a incrementar los



Fuente: Elaboración Propia

rendimientos en el mercado, aumenta el riesgo de perturbaciones a la estabilidad financiera.

A nivel de actividad, la eficaz transmisión de la política monetaria sobre la disponibilidad y coste del crédito están frenando cada vez más la demanda. El BCE considera que esto es necesario para frenar la inflación. Sin embargo, como la inflación tiene además componentes energéticos, de coste de oferta, y de excesivo gasto público, puede darse el caso de que unos costes financieros más altos alimenten más la inflación en vez de moderarla.

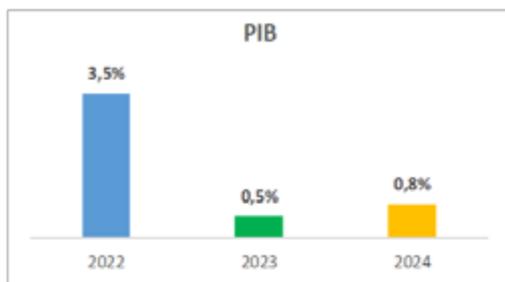
En Europa, los altos niveles de indexación salarial y el poder de negociación de los trabajadores también hacen que la moderación de precios no sea un objetivo fácil de alcanzar. El objetivo de volver a conseguir energía barata debería ser la prioridad número uno, aunque eso obligaría a superar muchas barreras geopolíticas.



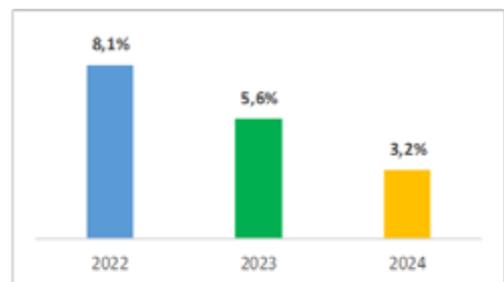
**Cuadro Macroeconómico**

	2023	2024
Crecimiento PIB	0,5%	0,8%
Contrib. D. Doméstica	-0,1%	0,6%
Contrib. Consumo Privado	-0,2%	0,4%
Contrib. Inversión Total	0,1%	0,1%
Contrib. Consumo Público	0,0%	0,1%
Contrib. D. Externa	0,6%	0,2%
Inflación	5,6%	3,2%
Déficit	-3,3%	-3,0%
Deuda/PIB	93,0%	90,0%
Desempleo	6,5%	6,7%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,12
Tipo Interés	4,5%	3,5%
PMI	43,0	53,0

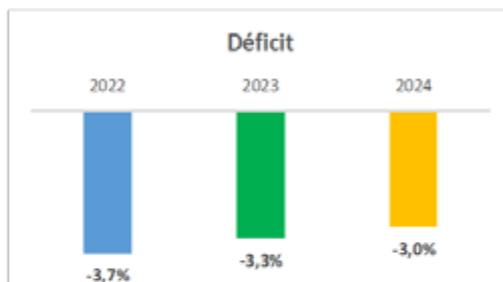
	2022	2023	2024
PIB	3,5%	0,5% ↓ -3,0 p.p.	0,8% ↑ 0,3 p.p.
Inflación	8,1%	5,6% ↓ -2,5 p.p.	3,2% ↓ -2,4 p.p.
Déficit	-3,7%	-3,3% ↓ -0,4 p.p.	-3,0% ↓ -0,3 p.p.
Deuda	96,0%	93,0% ↓ -3,0 p.p.	90,0% ↓ -3,0 p.p.
Desempleo	6,7%	6,5% ↓ -0,2 p.p.	6,7% ↑ 0,2 p.p.



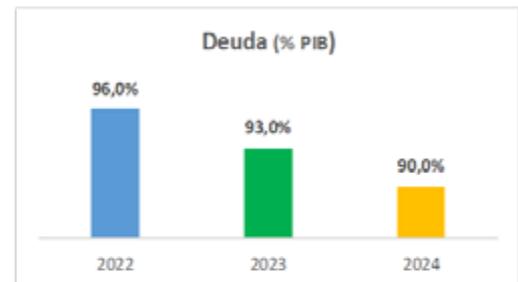
PREVISIONES



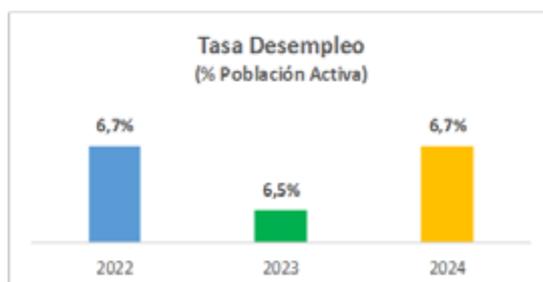
PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES

Fuente: Elaboración Propia

 **ALEMANIA**

El modelo alemán se basa en una economía abierta, cuyo crecimiento ha radicado no en el consumo sino en la exportación con una alta calidad tecnológica y de innovación. El país ha contado históricamente con un sistema educativo de calidad en todas las etapas y, en particular, con una excelente formación profesional. Esto repercute directamente en la productividad de los empleados.

La industria manufacturera ocupaba el lugar central, tanto en el PIB como en el empleo. Y el tejido industrial está compuesto mayoritariamente por pequeñas y medianas empresas muy sólidas, que se beneficiaban de la alta tecnología y la buena formación. Ahora, Alemania es el único gran país industrializado que caerá en recesión en 2023.

El coronavirus y la crisis energética han dejado su huella en toda Europa, pero especialmente en Alemania, que registra el crecimiento más bajo de todas las economías de la eurozona. La producción económica de la gran potencia industrial está actualmente casi al mismo nivel que al comienzo de la pandemia. Y la recuperación no será fácil ni rápida.

**El desarrollo económico actual sigue lastrado por la crisis energética y la caída de los salarios reales.** El débil crecimiento se debe también al descenso de la demanda interna y a los conflictos geopolíticos que sacuden el mundo. Alemania, al fin y al cabo, es una potencia exportadora.

A medio plazo, sin embargo, el crecimiento se verá frenado sobre todo por el envejecimiento demográfico, el bajo crecimiento de la productividad, el anticuado stock de capital de la industria y

el escaso número de empresas jóvenes e innovadoras. Por eso es necesario acometer lo antes posible las reformas del sistema fiscal, de transferencias y de pensiones. Si no se enfrentan pronto esos problemas, la falta de trabajadores cualificados y la escasa modernización y digitalización de las empresas, podrían ralentizar el crecimiento de la economía alemana durante un periodo más largo.

La lenta recuperación en 2024 se basa en que el gasto de los consumidores se recupere y que la tasa de inflación baje. El Gobierno pretende rebajar a partir de 2024 las recaudaciones de impuestos en 32.000 millones de euros para los próximos años. Así, se facilitarán, entre otras cosas, desgravaciones fiscales en inversiones destinadas a iniciativas destinadas a la protección climática. Al año, las ayudas fiscales para las empresas alcanzarán unos 7.000 millones de euros. El Gobierno alemán también tiene idea de aligerar la burocracia como parte de su iniciativa contra la crisis.

En definitiva, la guerra de Ucrania y sus efectos, sumada a problemas estructurales como el envejecimiento y la falta de inversión, marcan el fin de la bonanza de la mayor economía de la UE. Los indicadores económicos, como la producción industrial, la entrada de pedidos y el clima empresarial, indican que el PIB evolucionará débilmente.

Los cuellos de botella logísticos y la falta de suministros que lastran a la gran mayoría de economías del Viejo Continente están teniendo una especial incidencia en la economía alemana, más cercana geográficamente y con más vínculos

comerciales con Ucrania, así como históricamente dependientes del gas ruso.

Pero si miramos esta economía con un poco de perspectiva, se observa que los errores geopolíticos como la energía rusa o la orientación de sus exportaciones a China, junto a problemas estructurales, explican la situación actual.

**El exitoso modelo alemán de negocios ya no funciona.** Las múltiples crisis de los últimos años (pandemia de COVID-19, problemas en la cadena de suministro y la guerra de Rusia contra Ucrania) han puesto de manifiesto las debilidades de Alemania como plaza de negocios. Y la lista continúa, las empresas sufren los altos costes de la

energía, y los que han trasladado la producción al extranjero, ya no vuelven.

Las medianas empresas, conocidas como la columna vertebral de la economía alemana, corren riesgos por los altos precios de la energía, la escasez latente de trabajadores cualificados, la burocracia excesiva, los impuestos altos y la infraestructura y digitalización deficientes.

Si Alemania no quiere volver a convertirse en el enfermo de Europa, debe regresar a los sectores de crecimiento del mañana en lugar de invertir tratando de preservar las industrias intensivas en energía de ayer.

**La economía alemana crecerá un 0,7% en 2024, algo por debajo de su potencial a medio plazo del 0,9%**

El motor de ese crecimiento será la recuperación del consumo privado en cuanto la inflación se modere. La fortaleza del crecimiento y el favorable perfil de la deuda pública contendrán a corto plazo las presiones adversas de la subida de los tipos de interés sobre los parámetros crediticios del sector público alemán.



La persistencia de una inflación elevada ha limitado la recuperación del consumo de los hogares en 2023, después de que los ingresos reales cayeran un 4% el año pasado. La confianza de los consumidores debería recobrase durante el próximo ejercicio gracias a la recuperación de los ingresos reales, ya que la contención de los precios de la energía protegerá a los hogares al menos hasta abril de 2024.

Los intentos de reducir la dependencia de China enturbian las perspectivas comerciales: mientras Alemania intenta reducir su dependencia del comercio con China, es probable que la volatilidad de las aportaciones al crecimiento de las exportaciones netas se mantenga.

El comercio con China se ha reducido, pero el país siguió siendo el socio comercial más

importante de Alemania por séptimo año consecutivo el pasado ejercicio. Las importaciones aumentaron rápidamente en los dos últimos años, empujando la balanza comercial de bienes a un déficit récord para Alemania. No parece probable que este

déficit se invierta rápidamente. Alemania seguirá dependiendo de China para el suministro de bienes intermedios clave, como los metales de tierras raras, esenciales para la transición energética, que proceden en su mayoría del gigante asiático.

### **La política fiscal expansiva sigue teniendo sus limitaciones en Alemania**

La vuelta al límite de endeudamiento este año y el aumento de los pagos de intereses restringirán la flexibilidad del gasto público. Las claras diferencias de prioridades entre los tres socios de la coalición de Gobierno también están frenando la reforma.

Aunque la carga de intereses de las administraciones públicas aumentará, es probable que se mantenga en torno al 2% de los ingresos durante los próximos cinco años. Éste es un porcentaje superior al de otros países con rating AAA, pero bajo en comparación con la década pasada y muy inferior al de otros grandes Estados europeos.

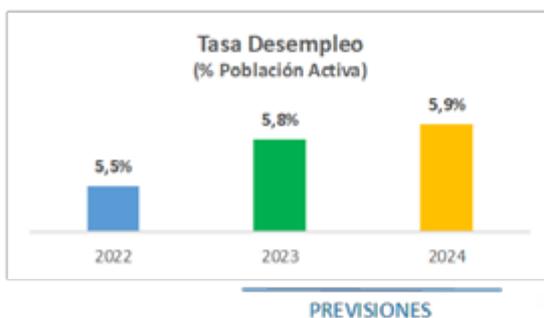
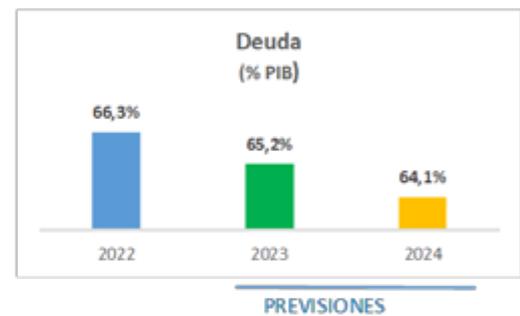
Alemania también tiene un vencimiento residual favorable de sus títulos de deuda

federal de más de 7,5 años y una baja proporción de valores vinculados a la inflación. Estos representan sólo el 3,6% de la deuda en circulación, en comparación con Francia (11%) y Reino Unido (25%), donde el año pasado se produjeron picos en los costes de los intereses debido a la elevada inflación.

El índice IFO de confianza empresarial está en negativo, con muchos sectores esperando contracciones importantes del volumen de negocio.

 <b>Cuadro Macroeconómico</b>		
	2023	2024
Crecimiento PIB	-0,5%	0,7%
Contrib. D. Doméstica	-0,8%	1,0%
Contrib. Consumo Privado	-0,4%	0,7%
Contrib. Inversión Total	0,2%	0,3%
Contrib. Consumo Público	-0,6%	0,0%
Contrib. D. Externa	0,3%	-0,3%
Inflación	6,0%	2,9%
Déficit	-2,6%	-1,5%
Deuda/PIB	65,2%	64,1%
Desempleo	5,8%	5,9%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,12
Tipo Interés	4,5%	3,5%
PMI	40,8	53,4

	2022	2023	2024
PIB	1,9%	-0,5% ↓ -2,4 p.p.	0,7% ↑ 1,2 p.p.
Inflación	8,7%	6,0% ↓ -2,7 p.p.	2,9% ↓ -3,1 p.p.
Déficit	-2,5%	-2,6% ↑ 0,1 p.p.	-1,5% ↓ -1,1 p.p.
Deuda	66,3%	65,2% ↓ -1,1 p.p.	64,1% ↓ -1,1 p.p.
Desempleo	5,5%	5,8% ↑ 0,3 p.p.	5,9% ↑ 0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

 FRANCIA

En un escenario económico complicado, Francia se ha enfrentado en 2023 al rechazo social de la reforma de las pensiones propuesta por Macron. Las protestas sociales y las huelgas para rechazar la reforma de pensiones de Macron (que, entre otras cosas, eleva la edad de jubilación hasta los 64 años, desde los 62 vigentes, han marcado el curso.

Pese al rechazo que genera, esta reforma de las pensiones resulta determinante para mejorar las métricas fiscales de la economía gala, uno de los puntos débiles de su economía: el déficit primario ascenderá en 2023 a un 2,7% del PIB, el más elevado entre los grandes países de la eurozona, y apenas se espera que corrija en 2024.

Se confirma el desapego de la ciudadanía con el Gobierno de Macron, lo que puede lastrar los cuatro años que le restan para concluir su segundo, y último, mandato. Además, hace muy difícil que puedan acometerse nuevas reformas que permitirían confiar en que las finanzas

públicas vuelven a una senda de sostenibilidad a medio plazo.

Los problemas en Francia a causa de la integración fallida de los inmigrantes y las políticas de movilidad social ineficaces no son ninguna novedad. De hecho, están encarnados en los Banlieues, complejos de vivienda construidos para albergar a los trabajadores en las décadas de 1960 y 1970y, que comenzaron a atraer inmigrantes a lo largo de los años. Los Banlieues son los barrios pobres por definición que encarnan las tensiones de clase y étnicas.

La falta de inversión en los barrios más vulnerables, donde generalmente se concentran los inmigrantes y sus descendientes, ha creado una bomba de tiempo que solo se puede desactivar con medidas que fomenten la movilidad económica y social. Y estas protestas afectan a la economía, los principales perjudicados por los disturbios son los pequeños empresarios y el sector del turismo y la hostelería.

**El PIB de Francia crecerá un 0,8% en 2023 y un 0,7% en 2024**

El crecimiento en 2024 provendrá sobre todo de la demanda interior, mientras que el saldo exterior tendrá un impacto nulo. En lo que respecta a la **inflación**, ésta va a seguir moderándose, para terminar en el 5,3% en 2023. Esa misma tendencia debería continuar en 2024, si se cumple la hipótesis de los mercados acerca de las materias primas, de forma que la inflación quedaría en el 2,9 % al terminar el ejercicio.

Una de las prioridades del Gobierno francés será la reducción del **déficit**, con el objetivo de cerrar 2024, con un déficit de 4,7% sobre el PIB. Entre sus líneas principales, el presupuesto prevé un ahorro de 16.000 millones de euros durante el próximo año, de los cuales 10.000 vendrán de la retirada de las medidas escudo puestas en marcha para paliar la subida de los precios de la energía, y con el objetivo de un déficit del 3%, en línea con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE.

En ese marco encajan también otras medidas estructurales enfocadas a lograr a esa meta en el horizonte de 2027, como la polémica reforma de las pensiones aprobada este año o la del paro. Con todo ello, para ese año Francia lograría dejar su nivel de deuda en el 108,1 % de su PIB.

Con el foco en el saneamiento de las cuentas públicas, la protección de los hogares franceses frente al impacto de la elevada inflación seguirá siendo un gran desafío para la política fiscal.

Eso se traducirá en una indexación a la tasa de inflación de las pensiones y de las prestaciones sociales, así como en un ajuste de los baremos del impuesto sobre la renta. Se prevé una inversión de la curva de desempleo en Francia a finales de 2023 y especialmente en 2024, tras el fuerte dinamismo del empleo de los últimos años.

Tras un 2022 boyante, durante el primer semestre de 2023, la creación de empleo siguió siendo dinámica, pero en el segundo trimestre comenzó una desaceleración. La

segunda mitad del 2023, pero sobre todo el 2024, serían las de la reversión de la curva de desempleo, pasando esta última del 7,2% a finales de 2023 al 7,5% a finales de 2024 en un contexto de marcado aumento de la población activa debido a la implementación de la reforma de las pensiones.

El débil crecimiento de la actividad y la recuperación parcial de las pérdidas de productividad pasadas se deberán al fuerte dinamismo del empleo observado en los últimos años. 2024 será el año de la caída de la inflación (2,9% a final de año) pero el crecimiento seguiría siendo modesto (0,7%) debido a la plena materialización del efecto de los aumentos en las tasas de interés clave.

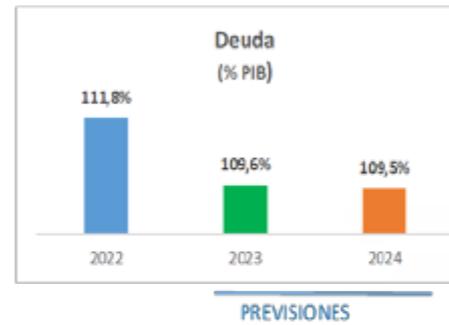
A pesar de la reducción de las medidas presupuestarias excepcionales, el déficit público se mantendría en el 5% del PIB en 2023 y 4,7% en 2024 debido principalmente a un lento crecimiento que pesaría sobre los ingresos fiscales.



Cuadro Macroeconómico

	2023	2024
Crecimiento PIB	0,8%	0,7%
Deuda/PIB	109,6%	109,5%
Desempleo	7,2%	7,5%
Déficit	-5,0%	-4,7%
Inflación	5,3%	2,9%
PMI	42,8	52,3

	2022	2023	2024
PIB	2,6%	0,8% ↓ -1,8 p.p.	0,7% ↓ -0,1 p.p.
Inflación	5,2%	5,3% ↑ 0,1 p.p.	2,9% ↓ -2,4 p.p.
Déficit	-4,7%	-5,0% ↑ 0,3 p.p.	-4,7% ↓ -0,3 p.p.
Deuda	111,8%	109,6% ↓ -2,2 p.p.	109,5% ↓ -0,1 p.p.
Desempleo	7,2%	7,2% = 0,0 p.p.	7,5% ↑ 0,3 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

 **ITALIA**

La economía italiana es suficientemente grande y diversificada, pero su deuda sigue siendo alta. La política fiscal muestra signos de relajación después de la pandemia y los rendimientos han aumentado.

El país transalpino mantiene una complicada relación con la política y sus políticos. Desde la Segunda Guerra Mundial y tras la implantación de la Primera República, los gobiernos duran un promedio de 401 días. Esto supone un récord insuperable por ningún otro país occidental; algo inédito que complica y mucho la toma de decisiones a largo plazo.

En los últimos ochenta años han pasado por el Ejecutivo setenta gobiernos diferentes. Sí: 70 gobiernos diferentes en apenas 80 años. Es casi imposible abordar las reformas necesarias para un país con una situación política tan inestable y precaria.

En total, 31 políticos transalpinos han ocupado el cargo de primer ministro. En ese mismo período, Alemania apenas ha tenido diez cancilleres y 24 gobiernos.

El Gobierno de Giorgia Meloni se muestra más estable que sus predecesores, pero también en este caso hay sombras. El Ejecutivo debe afrontar una presión política considerable para mantener los compromisos electorales, y esto pesa sobre las perspectivas de una mayor consolidación, como lo demuestran las medidas de reforma de las pensiones rechazadas por la coalición.

Por lo tanto, sigue existiendo un cierto grado de incertidumbre, también porque a nivel macroeconómico el panorama no parece halagüeño, la producción industrial disminuye, los tipos de los préstamos e hipotecas siguen altos y la deuda pública sigue siendo una carga para Italia, y unas

expectativas de caída sólo marginal en los próximos años.

Italia es una de las mayores economías de la Unión Europea, pero sus cuentas están lejos de estar saneadas. Antes de la pandemia, la economía italiana ya estaba en recesión, decreciendo un 0,2% en el último trimestre de 2018.

Con una bajada de la producción, una deuda en el 140% de su PIB y la caída en picado tras el confinamiento, los italianos se enfrentan ahora a otra crisis, la misma que está viviendo todo el continente.

Italia debe hacer frente a una crisis migratoria y a un aumento de la criminalidad provocado por las oleadas de inmigrantes que no se adaptan a la sociedad local. En este contexto, el crédito sigue disminuyendo para las familias (-0,9%) y las empresas (-6,7%).

En cuanto a la producción industrial, también se ven signos de desaceleración y los consumidores están alarmados por el aumento de los precios, especialmente para las familias. Por lo tanto, todo indica una desaceleración, aunque leve en 2024.

**Se espera que el PIB real crezca un 0,7% en 2023 gracias a la demanda privada pero también a los proyectos de inversión pública incluidos en el Plan de Recuperación y Resiliencia.**

Las perspectivas de crecimiento PIB del país para 2024 son de un 0,6%. Esto, en un contexto marcado por la caída del comercio global y el aumento de los costes de endeudamiento.

Para los próximos trimestres, se anticipa una desaceleración en el consumo privado, incluyendo el consumo público por la

necesidad de reencauzar el déficit que está en niveles muy altos desde 2020.

El consumo y la inversión sufrirán por la inflación y los mayores costes de financiación, y las exportaciones por el contexto externo. Habrá que prestar atención a las dificultades que enfrenta el gobierno para implementar los fondos europeos destinados a mejorar la infraestructura.

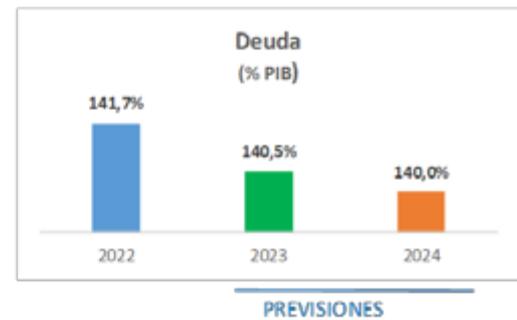
La deuda pública y la sensibilidad a las condiciones del mercado seguirán siendo

elevadas. Dado el alto endeudamiento, Italia sigue siendo particularmente sensible a cualquier empeoramiento de las condiciones de financiamiento, lo que podría afectar aún más su rendimiento presupuestario.

La tasa de desempleo es superior a la media de la UE, pero especialmente significativa es la tasa de desempleo juvenil (de 15 a 24 años), de un 21%.

Cuadro Macroeconómico		
	2023	2024
Crecimiento PIB	0,7%	0,6%
Contrib. D. Doméstica	0,8%	0,5%
Contrib. Consumo Privado	0,8%	0,2%
Contrib. Inversión Total	0,1%	0,4%
Contrib. Consumo Público	-0,1%	-0,1%
Contrib. D. Externa	-0,1%	0,1%
Inflación	6,0%	2,9%
Déficit	-5,3%	-4,6%
Deuda/PIB	140,5%	140,0%
Desempleo	7,4%	7,9%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,12
Tipo Interés	4,5%	3,5%
PMI	44,9	51,5

	2022	2023	2024
PIB	3,9%	0,7% ↓ -3,2 p.p.	0,6% ↓ -0,1 p.p.
Inflación	8,2%	6,0% ↓ -2,2 p.p.	2,9% ↓ -3,1 p.p.
Déficit	-8,0%	-5,3% ↓ -2,7 p.p.	-4,6% ↓ -0,7 p.p.
Deuda	141,7%	140,5% ↓ -1,2 p.p.	140,0% ↓ -0,5 p.p.
Desempleo	7,9%	7,4% ↓ -0,5 p.p.	7,9% ↑ 0,5 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



**ESPAÑA**

España está viviendo un momento político convulso. Los acuerdos a los que ha llegado el PSOE con los independentistas, respecto a la amnistía y a la condonación de una parte de la deuda que tiene Cataluña con el FLA, para la investidura del candidato del PSOE a la presidencia del Gobierno, ha levantado ampollas en una parte importante de la sociedad, incluyendo al aparato del Estado, jueces, fiscales, inspectores de hacienda y trabajo, y sindicatos de la Guardia Civil y Policía.

El nuevo gobierno no tendrá una legislatura fácil, ya que es una amalgama de ideologías y, por lo tanto, mantener el equilibrio de fuerzas entre todas ellas, no será sencillo.

Junto a la recuperación del turismo, la rápida moderación de los precios de la energía permitió una mejora del consumo y que la economía española creciera a ritmos notables durante la primera mitad de 2023.

Sin embargo, una vez agotado el canal energético, la economía en la segunda mitad del año ha moderado su ritmo de crecimiento afectada, además, por un conjunto de vientos de cara.

Entre estos factores destacamos la inflación impulsada por el aumento de los precios de los alimentos y el repunte del precio del petróleo que ha tenido lugar desde julio de 2023, el impacto de los mayores tipos de interés y la marcada desaceleración del crecimiento en la eurozona.

**La previsión de crecimiento de la economía española se sitúa en un 2,3% para 2023 y 1,5% para 2024**

En el final de 2023 se ve que la actividad económica mundial se habría venido desacelerando a lo largo de los últimos meses, una ralentización que sería particularmente evidente en China y en el área del euro, por áreas geográficas, y en el sector manufacturero, por ramas de actividad.



Por otra parte, como consecuencia de la materialización de distintos shocks de oferta negativos a escala internacional, los precios del petróleo y del gas natural han repuntado.

La economía se ve lastrada por un conjunto de factores. En primer lugar, destacamos el impacto de la subida de los tipos de interés.

Aunque los tipos puedan ser más bajos en 2024 que en 2023, hay que recordar que el impacto de una subida de tipos tarda bastante en transmitirse a la economía. Típicamente, el impacto máximo se produce entre uno y dos años después de la subida.

Estos retardos explican que, a pesar de la previsión de tipos más bajos, en el promedio de 2024 que en el de 2023, el impacto de los tipos de interés sobre el crecimiento del PIB sea sustancialmente negativo en 2024.

En segundo lugar, se prevé que la **inflación** siga lastrando la evolución de la actividad, aunque en menor medida que en los últimos dos años. En positivo, la previsión es que las dinámicas subyacentes de la inflación se deberían moderar a lo largo de 2024.

Esta moderación se producirá gracias al progresivo agotamiento del efecto contagio (el impacto que la fuerte subida de precios de la energía y los alimentos tiene sobre los precios de otros productos de la cesta del IPC) y a la ausencia de efectos de segunda ronda de calado.

**La inflación núcleo (aquella que excluye la energía y los alimentos) pasará de crecer un 4,4% en 2023 a un 3,1% en 2024.** La inflación de los alimentos presentará un perfil descendente en los próximos trimestres.

La desaceleración prevista se explica por el descenso de los costes de algunos insumos productivos, como la energía y los fertilizantes, tras los fuertes incrementos que estos registraron durante buena parte del año pasado.

No obstante, la magnitud de esta moderación de los precios de los alimentos tenderá a verse limitada por el impacto negativo que la materialización de condiciones meteorológicas adversas podría suponer sobre la producción de determinados bienes agrícolas en algunas áreas geográficas. También, probablemente, por la retirada de Rusia de la Iniciativa sobre la Exportación de Cereales por el Mar Negro.

La inflación subyacente se ralentizará a partir del tramo final de 2023. Ello reflejará el impacto gradual del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda, la mitigación de las presiones inflacionistas procedentes de la reapertura de la economía tras la pandemia y la progresiva traslación, con un cierto retardo, de la

reducción de los costes energéticos a los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios.

Entre los componentes de la inflación subyacente, para los próximos trimestres se espera que la desaceleración sea más pronunciada en los bienes industriales no energéticos que en los servicios, en consonancia con la mayor fortaleza de la demanda de estos últimos.

Por el momento, la moderación de la inflación subyacente es modesta tanto en España como, sobre todo, en otras jurisdicciones.

En tanto no se asiente de modo más inequívoco una tendencia descendente en la inflación subyacente, no puede descartarse la materialización de efectos de segunda ronda sobre los precios vía salarios y/o márgenes empresariales, especialmente en un contexto en el que la demanda de trabajo está mostrando resiliencia.

Un escenario de esta naturaleza, a escala del conjunto del área del euro, podría requerir una actuación más contundente de la política monetaria, lo cual llevaría a un endurecimiento adicional de las condiciones financieras y, en consecuencia, a un mayor debilitamiento del gasto de los agentes privados.

En tercer lugar, el bajo crecimiento económico previsto para la eurozona (previsión de crecimiento para 2024 del 0,8%) también tendrá un efecto adverso sobre nuestra economía. La continuación del proceso de traslación del tensionamiento de la política monetaria al coste de las nuevas operaciones de crédito y a la carga financiera de los agentes endeudados, incidirá negativamente sobre el ritmo de avance del PIB.

La subida acelerada de los tipos de interés que el Banco Central Europeo (BCE) ha

venido aplicando desde julio del año pasado para controlar la inflación hará mella en las cuentas públicas del año que viene. La carga de la deuda, que se elevará de forma notable a causa del endurecimiento de la política monetaria, llegará a representar una parte notable del déficit en el que incurrirá el conjunto del país.

El Gobierno en funciones estima, en el Plan Presupuestario 2024 enviado a Bruselas, que el pago de intereses de la deuda alcanzará los 39.078 millones de euros en 2024.

Se trata de una cuantía histórica para esta partida, puesto que España no había tenido que afrontar un gasto de esta magnitud en intereses de la deuda ni siquiera en los peores momentos de la pasada crisis financiera, cuando la prima de riesgo tocó los 638 puntos básicos en julio de 2012 y los mercados llegaron a poner en entredicho la solvencia de la mayoría de las economías de la periferia del euro, incluida la nacional.

La carga de la deuda explicará el año que viene 2,6 puntos del déficit total que registrarán el conjunto de las Administraciones Públicas, que se elevará hasta el -3,8%. Descontando esta partida, el saldo primario del sector público se situaría en el -1% en 2024. En el caso de 2023, cuando el agujero presupuestario equivaldrá en conjunto al 4,3% del PIB, 1,6 puntos de ese desequilibrio vendrán dados por el aumento de los costes de financiación.

Esos casi 40.000 millones equivalen a todo lo que se ingresa por el impuesto sobre Sociedades en un año o a cinco meses de la recaudación del IVA, lo que sitúa el endurecimiento de las condiciones monetarias como una de las principales causas del enfriamiento paulatino de la

economía española, junto con el frenazo de Europa y la moderación del consumo público.

Incluso en los momentos en los que los tipos de interés permanecían en mínimos históricos en la Eurozona (el tipo general, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se han mantenido durante años en el 0%, el 0,25% y el -0,50%, respectivamente) España tenía que dedicar cada año una cantidad superior a los 30.000 millones para el pago de intereses por deuda que había emitido previamente, en momentos en los que el precio del dinero estaba más caro.

Entre los factores que contribuyen a que España tenga unos costes de deuda manejables se incluyen, una estructura de deuda favorable, un vencimiento más largo (7,9 años frente a los 6,2 de 2013), una proporción modesta de bonos indexados a la inflación (apenas el 5% del total), una propiedad estable (el Banco de España poseía el 28% de los bonos del Estado en el segundo trimestre de 2022) y un colchón de depósitos sustancial equivalente a aproximadamente el 12% del PIB.

Con todo, el aumento de los tipos de interés en el área del euro obliga a los gobiernos a gestionar la deuda de forma eficiente, lo que pone de relieve la importancia de las reformas fiscales para permitir un aumento del gasto social y en inversiones ecológicas.

En este sentido, es difícil pensar que el déficit vaya a bajar al 3% antes de 2028 sin aplicar medidas adicionales. Un plan de ajuste gradual y continuo permitirá al país recuperar margen para la política fiscal, frenar la escalada del coste de la deuda y evitar situaciones complicadas en los mercados financieros. Esto elevará un 8,2% la emisión bruta del Tesoro en 2023, hasta los 256.930 millones de euros.

La debilidad del contexto exterior también restará vigor a la actividad económica de nuestro país en el tramo final de 2023. En cuanto al turismo extranjero, este ha presentado una contribución muy positiva al crecimiento del PIB en los últimos trimestres. Previsiblemente, también lo seguirá haciendo a corto plazo.

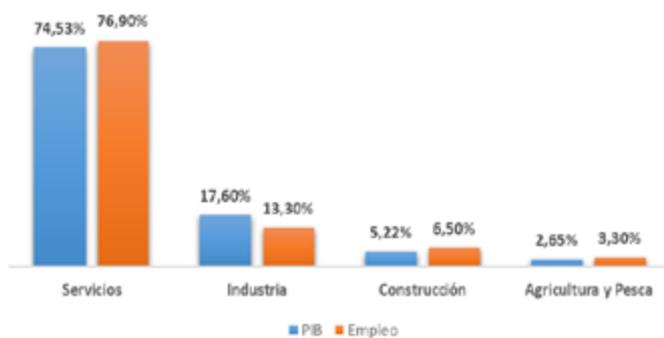


Las políticas públicas adoptadas en respuesta a la crisis energética y al repunte de la inflación, que serán retiradas al término de 2023 contribuiría negativamente al avance del PIB en 2024. En sentido contrario, otros factores, como la paulatina disminución de las presiones inflacionistas, la recuperación gradual de la **Turismo:**

confianza de los agentes, la resiliencia del mercado laboral y la intensificación prevista en el despliegue de los proyectos acogidos al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia aportarían un vigor creciente a la economía española en 2024.

La estructura de la economía española muestra que el sector servicios, seguido por la industria, es el que más contribuye al Producto Interior Bruto.

Aportación al PIB y Empleo por Sectores



La economía española ha experimentado una terciarización habitual en el proceso de desarrollo económico de la mayoría de los países.

En este sentido, España es una economía de servicios y tiene un importante número de empresas que son muy competitivas en ese sector.

Fuente: Elaboración Propia

Por ejemplo, buena parte de la inversión española en el exterior y de las exportaciones está en los sectores, bancario, distribución, ingeniería, gestión y construcción de infraestructuras (aeropuertos, autopistas), gestión de aguas y basuras, hoteles, producción y distribución de energía, energías renovables, seguros y telefonía.

El Turismo sigue representando un sector vital para nuestra economía. Se estima cerrará 2023 con 85 millones de visitantes extranjeros, con un gasto de 100 mil millones de euros: este gasto se ha visto favorecido por el efecto inflacionario.

El consumo total del sector en 2023 en 183 mil millones de euros, un +16,3% sobre los niveles en precios nominales de 2019. En gran medida debido al contexto inflacionista (eliminando el aumento de los precios el PIB turístico apenas se eleva el +2,4% vs 2019).

El turismo contribuirá decisivamente al desempeño de la economía española en 2023, lo que explica el 21,8% de su crecimiento en términos corrientes, cifra que asciende hasta el 42,6% si eliminamos el efecto de los precios sobre el valor del PIB turístico. No obstante, la mejora de resultados de las compañías turísticas, obtenida por mayor volumen de operaciones y aumento de precios, no ha sido aún suficiente para compensar las pérdidas acumuladas en los años de pandemia y equilibrar sus balances. La buena noticia es que el sector parece haber iniciado un cambio de modelo porque, con menos visitas y con una estancia más corta, el gasto ha sido superior.

Los meses de julio a septiembre de 2023 mantuvieron los positivos síntomas de fuerte recuperación de la actividad turística en España, favorecidas por unas ganas de viajar que seguían primando los viajes e impulsando una demanda que hasta la fecha aguanta la subida de los precios, derivados del fuerte incremento de los costes y las inversiones en mejora de productos, realizadas en parte de la cadena de valor turística.

***Las empresas turísticas sufren presión sobre sus márgenes unitarios debido a la persistencia en el aumento de sus costes, muy por encima de la mejora de precios.***

Las empresas turísticas han sufrido en el verano de 2023 un nuevo e intenso aumento interanual de sus costes financieros (+10,8%), que se viene a sumar a los laborales (+8,7%), y los de suministros de alimentación (+8,2%), en un contexto de nuevo aumento de los carburantes (+8,1%). Tan solo los costes energéticos de gas y electricidad se reducen un -6,9% respecto a 2022.

Positivo comportamiento del turismo extranjero en España por el intenso aumento del gasto en destino, asociado a una mejora del perfil de turista, en parte por el reposicionamiento de producto, con volúmenes de afluencia similares a los de 2019. El gasto real descontada la inflación apenas sube 0,6 puntos respecto a los niveles de 2019.

Portugal y Francia apuestan por destinos de proximidad como España ante un contexto de altos precios y pérdida de poder adquisitivo. La caída del valor del euro en relación con el dólar, la apertura de nuevas conexiones aéreas y la promoción de España como destino favorecen la llegada de turistas americanos y latinoamericanos.

La debilidad de la economía alemana vinculada al alto coste de la energía, problemas de suministro de materias primas y una acusada inflación se deja notar en la confianza de los turistas alemanes para viajar. En este contexto no ha ayudado la influencia de las olas de calor y la mayor competencia en destinos del Mediterráneo, como Turquía o Grecia.

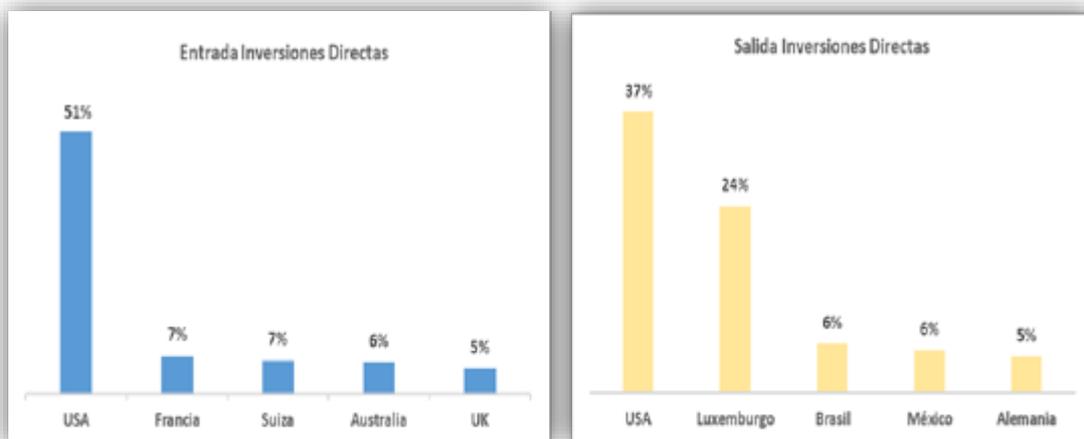
Los países nórdicos sufren el encarecimiento de la energía, la quiebra de algunas aerolíneas con la consecuente escasez de conexiones a España y la subida de precio de los billetes aéreos.

En Japón, los precios de los billetes de avión han permanecido elevados debido al aumento de los costes del combustible y las tasas aéreas, además de la depreciación del yen frente al euro y la falta de activación de los vuelos directos desde Japón. China se encuentra con los retos del reajuste de la emisión de visados del área Schengen y la recuperación de la conectividad. No obstante, se ha observado una mejora gradual en el mercado asiático con la eliminación de las restricciones COVID y se esperan cifras muy positivas para los próximos trimestres.

#### Inversiones Directas:

Tras una evolución desigual de los flujos mundiales de inversión de los tres últimos años, en 2023 el entorno mundial es frágil y no es proclive a favorecerlos. A pesar de que algunos desencadenantes de presiones a la baja sobre la IED han mejorado, persisten factores como el endurecimiento de política monetaria, el deterioro de las condiciones de financiación, la incertidumbre de los inversores frente a múltiples crisis, el aumento de los riesgos relacionados con la deuda, la invasión rusa, tres años de la Covid-19, o la fragmentación geopolítica, que repercuten en la actividad económica y lastrarán los flujos internacionales de IED.

EE.UU. ha sido el primer inversor en España y el primer destino de la inversión española y por sectores la extracción de crudo de petróleo y gas natural ha sido el primer receptor de inversión extranjera y la Ingeniería civil el primer sector inversor español en el exterior.



Fuente: Elaboración Propia

Por sectores, el 49,4% del total de la inversión extranjera en España se dirigió al sector servicios, el 47,2% a la Industria, el 3,1% a la construcción y un mínimo 0,2% al sector primario. Por tipo de operación, la estrategia de inversión española en el exterior se basó fundamentalmente en las operaciones de nueva aportación y dentro de éstas los proyectos Greenfield/Brownfield.

#### Electricidad:

Los precios de la electricidad aumentaron drásticamente en 2022 debido a diversos factores, como el incremento de los costes de producción, las inversiones en infraestructuras energéticas y los cambios en la regulación energética. Estos factores influyen en los costes que las compañías eléctricas deben asumir para suministrar energía a los consumidores. El aumento de los precios de la electricidad tiene un impacto en el presupuesto de los hogares y en la competitividad de las empresas.



En 2023, hemos visto una rebaja de los precios de la electricidad, donde el precio medio de diciembre de 2022 estaba en 206,45 €/MWh, hasta un precio medio, en Octubre de 2023, de 150,26 €/MWh.

Durante 2023 el precio medio mensual de la luz en España más alto ha sido 200,44€/MWh en febrero de 2023 y noviembre de 2023 fue el mes con el precio medio de la electricidad más bajo del año, 48,16€/MWh.

El mercado de futuros fija la electricidad en 122 €/MWh para el primer trimestre de 2024. Los factores externos siguen tensando los precios de la energía.



El precio de la electricidad en el mercado mayorista está con los futuros en 122 €/MWh para el primer trimestre de 2024, lo que supone un incremento del 32% en comparación con los 92,3 €/MWh que llevamos de media en el acumulado de 2023, y cuando previsiblemente habrá desaparecido la rebaja fiscal de la luz y el gas.

Este escenario de precios sigue siendo elevado pese a dejar atrás los niveles alcanzados a lo largo de 2022, con el pool completamente disparado tras la invasión de Rusia a Ucrania. Ahora, bajo un escenario de mayor estabilidad (aunque los precios sigan siendo caros en comparación con antes de la crisis energética) y con Bruselas apremiando para la retirada de las ayudas extraordinarias, el recibo eléctrico podría incrementarse entre un 15% y un 20% para los consumidores con tarifa regulada si se retira el denominado escudo social.

El Gobierno en funciones no ha tomado todavía ninguna decisión en firme, pero en el Plan Presupuestario 2024 remitido a la Comisión Europea incorpora un escenario que contempla la expiración el 31 de diciembre de 2023 de la rebaja fiscal a la luz, gas y alimentos.

La inflación ha tenido un impacto severo en el poder adquisitivo de la población. Ante esta situación, mucho se ha hablado de la necesidad de la deflactación del IRPF, de tal manera que los ciudadanos no perdiesen ese poder adquisitivo, y así paliar el efecto inflacionista. El Gobierno

no ha optado por esta solución, ya que, al no hacerlo, la recaudación por este impuesto era mayor. Pero merece la pena detenernos para analizar el impacto de esta medida.

### DEFLACTACIÓN DEL IRPF

Es una medida fiscal que consiste en ajustar el pago de este impuesto a los niveles de inflación para evitar que aumente la carga fiscal del contribuyente.

#### El IRPF - Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

El IRPF es un impuesto progresivo; esto quiere decir que la tasa que se aplica a la base imponible aumenta a medida que ésta

aumenta, de tal forma que los contribuyentes con rentas más altas soportan tipos medios más elevados.

Para ello, la base imponible se fragmenta en tramos, aplicándose a cada uno de estos tramos un tipo impositivo diferente que va aumentando a medida que avanzamos en dichos tramos, tal como se puede observar en la tabla vigente en España para 2022:

Base para calcular el tipo de retención - Hasta euros	Cuota de retención - Euros	Resto base para calcular el tipo de retención - Hasta euros	Tipo aplicable - Porcentaje
0,00	0,00	12.450,00	19,00
12.450,00	2.365,50	7.750,00	24,00
20.200,00	4.225,50	15.000,00	30,00
35.200,00	8.725,50	24.800,00	37,00
60.000,00	17.901,50	240.000,00	45,00
300.000,00	125.901,50	En adelante	47,00

De esta forma, el primer tramo va desde 0 € hasta los 12.450 € y le corresponde un tipo de gravamen del 19%. El segundo tramo abarca desde los 12.450,01 € hasta los 20.200 €, aplicándosele una tributación del 30%. Desde los 20.200,01 € a los 35.200 € se le aplica el 37%, y continúa con tramos de hasta 60.000 € y más de 300.000 €, a los que se le aplican el 45% y el 47%, respectivamente.

Por lo tanto, el IRPF no grava proporcionalmente la obtención de la renta, ya que aplica un gravamen superior a la medida que ésta, al aumentar, pasa al siguiente tramo. Sí será proporcional mientras la base se mueva dentro de un tramo, pero no cuando pase de uno a otro.

Un inconveniente que tiene esta estructura por tramos es que no se ajustan automáticamente a la inflación; es decir, no tiene en cuenta el incremento del coste de la vida, no se actualizan anualmente los datos, según la variación del IPC y, por lo tanto, las bases y sus correspondientes tipos de gravamen se van desajustando cada año, sobre todo, en aquellos en los que la inflación se dispara. Pues bien, aquí es donde surge la incidencia que provoca la necesidad de deflactar el IRPF.

### ¿Por qué se debe deflactar el IRPF?

La inflación distorsiona el cálculo de la cuota a pagar en el IRPF, ya que incide en la determinación de la base imponible al considerar valores nominales en lugar de valores reales.

Cuando nos encontramos en un escenario de elevada inflación, los ciudadanos ven disminuido su poder adquisitivo, ya que contando con los mismos ingresos tendrán que hacer frente a bienes y servicios cada vez más caros.

Pero además, a pesar de disponer de un menor poder adquisitivo, siguen pagando los mismos impuestos, por lo que en realidad están soportando más carga fiscal que antes, ya que se le está aplicando el mismo porcentaje sobre una base que no recoge esa pérdida provocada por la inflación (un contribuyente con un sueldo de 1.000 €, en un escenario con una inflación del 3%, verá mermada su capacidad de compra, ya que su sueldo real será de 970 €, pero, sin embargo, seguirá tributando por los 1.000 €).

Efectivamente, los impuestos que sujetan las rentas a una escala de tipos de naturaleza progresiva, como es el caso del IRPF, quedan alterados por la inflación, de tal forma, que el contribuyente se verá obligado a pagar una cuota más alta de la que corresponde a su capacidad económica.

Este fenómeno (esta injusticia) se conoce como "progresividad en frío". Mientras que los precios suben debido a la inflación, los tipos impositivos del IRPF permanecen constantes, no bajan, y esto hace que aumente la carga impositiva de este impuesto sobre el contribuyente, sin necesidad de que la autoridad fiscal aumente los tipos de gravamen.

Es por ello, por lo que se considera que la inflación es un impuesto oculto y silencioso, ya que propicia aumentar la presión fiscal sin necesidad de incrementar los tipos impositivos.

Solo por este motivo, procedería deflactar las tablas del IRPF para compensar esa carga añadida. Sin embargo, como se ha indicado anteriormente, no suele estar establecido un mecanismo automático para deflactar el IRPF. Su aplicación depende de la decisión que adopte la correspondiente autoridad fiscal (Estado, Autonomía, Administración, etc.).

Más bien, el sistema económico considera mejor, para compensar esta pérdida de poder adquisitivo, subir los sueldos de los ciudadanos, intentando así adaptarse a esos incrementos de la inflación.

Pero esta medida puede provocar un "efecto secundario" que hay que considerar: el aumento, más que proporcional, de la carga impositiva sobre el contribuyente, acentuándose aún más el efecto de la "progresividad en frío" descrito anteriormente.

Efectivamente, como se ha indicado anteriormente, el IRPF es un impuesto progresivo (a medida que aumenta la base imponible, aumenta la tasa del impuesto mediante el sistema de tramos).

Es más que probable que una subida salarial haga saltar la base al siguiente tramo del IRPF, y con ello, se aplique un tipo impositivo mayor, haciendo que el contribuyente pague más impuestos que antes, no solo en la proporción que le hubiera correspondido por haber recibido más renta, sino por haber subido el tipo impositivo (veremos un ejemplo práctico de este efecto en el apartado 3).

Evidentemente, el tipo de gravamen sube de manera artificial (al saltar la base al siguiente tramo), por el mero hecho de subir el sueldo, aunque este incremento de sueldo sea sólo nominal, debido a la inflación, y no real.

Observemos que esta contribución que hace el ciudadano al sistema fiscal no es un fiel reflejo de su mayor capacidad de ingresos, ya que esta subida lo que pretendía era, precisamente, reponer esa pérdida de poder adquisitivo. Era reflejar el encarecimiento del coste de la vida.

Si se le aplica un tipo de gravamen mayor que antes, es decir, si se le aplica una subida de impuestos más que proporcional, se está mermando el objetivo de esa subida de sueldo.

En conclusión, si al contribuyente se le sube el sueldo para evitar que pierda poder adquisitivo y no se deflactan los importes de los tramos o los tipos de gravamen del IRPF, soportará más carga fiscal y, por lo tanto, seguirá perdiendo poder adquisitivo. Dicho de otra forma, no deflactar el IRPF en un escenario inflacionista implica una subida de impuestos.

Para evitar esta subida de impuestos encubierta, será necesario reajustar la tabla del IRPF (modificando los importes de los

tramos o los tipos) para ajustar las cuotas a pagar a los niveles de inflación y, para ello, se recurre a la deflactación del IRPF.

Es necesario deflactar el IRPF para evitar que un aumento en el sueldo del contribuyente provoque un aumento más que proporcional de este impuesto. Esta medida fiscal se utiliza para asegurar que el efecto que la subida de sueldos tiene sobre los impuestos personales no disminuya el poder adquisitivo del contribuyente.

No se trata, por lo tanto, de bajar los impuestos, sino de adaptarlos a un nuevo escenario creado por la inflación mediante la modificación de los tramos o de los tipos y así garantizar que los contribuyentes mantengan su capacidad económica.

Evidentemente, aun así, con el IRPF ya deflactado, el contribuyente pagará más impuestos, pero lo hará proporcionalmente al nuevo ingreso recibido, en el mismo porcentaje que lo venía haciendo antes de la subida de sueldo, ya que se ha evitado pasar al siguiente tramo.

Para entender mejor este mecanismo, se va a desarrollar un ejemplo práctico en los dos siguientes apartados; en el primero (apartado 3), se muestra el efecto que tiene una subida de sueldo en este impuesto, y en el segundo (apartado 4) se explicará cómo se deflacta el IRPF.

### **Efecto de la subida de sueldo en el IRPF**

En este apartado se muestra el efecto que tiene una subida de sueldo en la cuota a pagar en el IRPF y también la necesidad de deflactar el IRPF cuando al contribuyente se le sube el sueldo.

#### **Ejemplo 1:**

Un ciudadano tiene un sueldo de 35.000 euros anuales. A la hora de tributar por el IRPF lo hará de la siguiente forma:

Primero, tenemos que ver dónde queda encasillada su base imponible y, para ello, nos vamos a la primera columna (Base hasta) y seleccionamos el mayor importe que no supere los 35.000 euros. En este caso, sería la que señala 20.200 €. Pues bien, esa fila nos dará todos los datos que necesitamos para calcular la cuota.

Base hasta	Cuota	Resto base hasta	Tipo
-	-	12.450	19%
12.450,00	2.365,50	7.750	24%
20.200,00	4.225,50	15.000	30%
35.200,00	8.725,50	24.800	37%
60.000,00	17.901,50	240.000	45%
300.000,00	125.901,50	En adelante	47%

Tal como nos indica dicha fila, para un importe de 20.200 €, le corresponde una cuota de 4.225,50 € y para el resto, 14.800 € (35.000 € - 20.200 €) le corresponde aplicar un tipo del 30%, que nos dará una cuota de 4.440,00 €.

Base hasta	Cuota	Resto base hasta	Tipo
-	-	12.450	19%
12.450,00	2.365,50	7.750	24%
20.200,00	4.225,50	15.000	30%
35.200,00	8.725,50	24.800	37%
60.000,00	17.901,50	240.000	45%
300.000,00	125.901,50	En adelante	47%

35.000 €	↙	20.200 €	→	4.225,50 €
		resto al 30%		
	↘	14.800 €	→	4.440,00 €
				8.665,50 €

Tipo efectivo: 24,76%	Tipo marginal: 30,00%
-----------------------	-----------------------

La suma de ambas cuotas, 8.665,50 €, nos da la cuota total que le corresponde a este sueldo de 35.000 €. Un análisis de la relación que existe entre la cuota y la base imponible nos ayudará a entender la repercusión que este impuesto tiene sobre el sueldo.

Por un lado, si dividimos la cuota a pagar entre el sueldo, obtendremos lo que se denomina **Tipo efectivo (El tipo medio de gravamen que se aplica a la base)**, que para este caso es del 24,76%.

Por otro lado, tenemos lo que se denomina el **Tipo marginal (El tipo máximo de gravamen que se aplica a la base)**. Para este caso, el tipo marginal es del 30%.

Mientras que el tipo efectivo representa la carga tributaria media que soporta el contribuyente, ya que se calcula por la proporción que existe entre la cuota a pagar y su salario, el tipo marginal representa el tipo adicional y máximo que se aplica a la base. Dicho de otra forma, el tipo marginal es el que se aplica al euro que se gana de más, ya que a cualquier aumento de la base se le aplicará ese porcentaje, el tipo marginal es el impuesto adicional que se paga por cada euro de más que se percibe.

Siguiendo con el ejemplo, ahora, tras un incremento continuado de la inflación, se decide, para compensar esa pérdida del poder adquisitivo del contribuyente, subirle el sueldo un 8%; esto supone un aumento de 2.800 €, pasando a cobrar 37.800 €.

Para calcular ahora la cuota que deberá pagar por este impuesto, procedemos igual que antes: seleccionamos de la primera columna ("Base hasta") aquella casilla que contenga la mayor base sin que supere los 37.800 €, observando que sería la casilla que marca 35.200 €.

Observemos que se ha pasado del segundo tramo (hasta 20.200 €) al tercer tramo (hasta 35.200 €), lo que significa que el exceso sobre este límite (2.600 €) tributará ahora al 37%.

Por lo tanto, este contribuyente pagará, según los cálculos que se detallan en el siguiente gráfico, 9.687,50 €.



La siguiente tabla compara la situación anterior con la actual (con la subida salarial). El tipo marginal se ha incrementado en 7 puntos porcentuales (del 30% al 37%) y aquí es donde se produce esa "injusticia" que se pretende subsanar al deflactar el IRPF.

	ANTES	DESPUES	DIFERENCIA
<b>Sueldo</b>	35.000 €	37.800 €	2.800 €
<b>Impuesto</b>	8.666 €	9.688 €	1.022 €
<b>Sueldo neto</b>	26.335 €	28.113 €	1.778 €
<b>Tipo efectivo</b>	24,76%	25,63%	0,87 p.p.
<b>Tipo marginal</b>	30,00%	37,00%	7,00 p.p.

Efectivamente, el sueldo ha aumentado en 2.800 €, pero los impuestos también se han incrementado, concretamente, en 1.022 €, y no de forma proporcional o al mismo tipo marginal que tenía antes, sino a un tipo superior (al 37%). Esto ha supuesto que la carga tributaria que soporta ahora el contribuyente (el tipo efectivo) ha subido 0,87 puntos porcentuales (del 24,76% al 25,63%), aunque su capacidad económica ha permanecido inalterada.

Si se hubiera mantenido el mismo tipo marginal que antes de la subida salarial (el 30%), su tributación sería de 9.506 €; es decir, le hubiera subido los impuestos 840 €, en lugar de los 1.022 €, que sí sería lo justo, ya que correspondería con un incremento proporcional respecto al tipo marginal que tenía antes.

Con este ejemplo, queda demostrada la

injusticia que se provoca al ascender un tramo en las bases imposables de este impuesto por el hecho de una subida de salario que se realizó, precisamente, para compensar la pérdida del

poder adquisitivo del contribuyente por la subida de los precios y que, por lo tanto, no obedecía a un aumento de su capacidad para generar renta, que es el objetivo de este impuesto.

El contribuyente, con esta subida salarial no se ha enriquecido y sin embargo, va a pagar más impuestos. Es necesario, pues, deflactar el IRPF para que mantenga la misma estructura fiscal que tenía antes de la inflación y de la subida de sueldo.

Una vez demostrada la necesidad de deflactar el IRPF, vamos a ver detalladamente cómo se realiza esta operación.

### ¿Cómo deflactar el IRPF?

El objetivo de deflactar el IRPF es que el contribuyente tribute con el mismo porcentaje que tenía antes de la subida salarial. Para ello, se podría optar por dos sistemas distintos:

- Bajar los tipos de gravamen de cada tramo.
- Aumentar los importes de las bases imponibles de cada tramo.

La primera opción consistiría en bajar los tipos de gravamen el mismo porcentaje que se suben los sueldos. De esta forma, se anularía ese incremento tributario provocado por los tramos.

La segunda opción, que es la que se suele aplicar y, por ello, la que se va a desarrollar a partir de ahora, consiste en aumentar los importes de los tramos; es decir, ensanchar los tramos de las bases para dificultar así saltar de un tipo a otro.

Bastaría, entonces, con elevar los importes de los tramos en los que está fragmentada la base imponible sobre la que se aplican los diferentes tipos de gravamen para evitar que un aumento en el sueldo, motivado por un aumento de la inflación, provoque un salto al siguiente tramo y, con ello, un aumento en el tipo de gravamen a aplicar y, por consiguiente, en la cuota a pagar.

Dicho de otra forma, deflactar el IRPF consiste en ensanchar los tramos en los que se fragmenta la base imponible para que una subida de sueldo no implique un aumento del tipo marginal y, con ello, un aumento de la carga tributaria. Al deflactar los tramos se consigue que el contribuyente, tras una subida en su sueldo, siga tributando al mismo tipo marginal que antes de la subida.

Al deflactar el IRPF se modifican los tramos impositivos para ajustar la progresión de este impuesto a la inflación. Lo que se busca es que el contribuyente, aunque cobre un poco más, se le aplique el mismo porcentaje de IPRF que se le aplicaba hasta ese momento.

### Ejemplo 2:

Partiendo de la tabla oficial 2022, con la que se ha trabajado anteriormente, se decide deflactar los importes de la primera columna "Base hasta" con el mismo porcentaje que se ha aplicado a la subida del sueldo del contribuyente, el 8%.

El resultado es la nueva tabla de la derecha:

Base hasta	Cuota	Resto base hasta	Tipo
-	-	12.450	19%
12.450,00	2.365,50	7.750	24%
20.200,00	4.225,50	15.000	30%
35.200,00	8.725,50	24.800	37%
60.000,00	17.901,50	240.000	45%
300.000,00	125.901,50	En adelante	47%

↑ 8%

Base hasta	Cuota	Resto base hasta	Tipo
-	-	13.446	19%
13.446,00	2.554,74	8.370	24%
21.816,00	4.563,54	16.200	30%
38.016,00	9.423,54	26.784	37%
64.800,00	19.333,62	259.200	45%
324.000,00	135.973,62	En adelante	47%

De esta forma, podemos observar en esta segunda tabla que:

- Los importes de la primera columna recogen ese incremento de las bases del 8%.
- Los importes de la segunda y tercera columna, "Cuota" y "Resto base hasta" se incrementan también, de forma automática, ya que están en función de los importes de la primera columna "Base hasta" ("Resto base hasta" es la diferencia entre cada uno de los tramos de la primera columna y "Cuota" es ese nuevo importe del "Resto base hasta" multiplicado por el tipo, que permanece constante).
- Los tipos no varían, ya que el mecanismo utilizado es el de deflactar las bases.

Efectivamente, lo único que no varían son los tipos de gravamen permanecen los mismos de la tabla anterior, ya que solo se deflactan los importes de las bases imponibles y, como consecuencia, los de las cuotas y del resto de la base.

De esta forma, se consigue "ensanchar" los tramos y, con ello, ampliar el margen sobre el que actúan los diferentes tipos impositivos, dificultando así cambiar de un tramo a otro y, por consiguiente, evitar que suba el tipo marginal por un incremento de la base.

Toca ahora calcular el impuesto que corresponde pagar con esta nueva tabla:

Base hasta	Cuota	Resto base hasta	Tipo
-	-	13.446,00	19%
13.446,00	2.554,74	8.370,00	24%
21.816,00	4.563,54	16.200,00	30%
38.016,00	9.423,54	26.784,00	37%
64.800,00	19.333,62	259.200,00	45%
324.000,00	135.973,62	En adelante	47%

37.800 €

21.816 € → 4.563,54 €

resto al 30%

15.984 € → 4.795,20 €

9.358,74 €

Tipo efectivo: 24,76%      Tipo marginal: 30,00%

Observamos que ahora el impuesto asciende a 9.358,74 €, lo que supone 329 € menos que antes de deflactar los tramos, debido a que no se llega a aplicar el tipo marginal del 37% a ningún importe y, como consecuencia, el tipo efectivo, el tipo medio impositivo que soporta el contribuyente, baja del 25,63% al 24,76%, el mismo que tenía antes de la subida salarial.

Efectivamente, si volvemos a comparar la situación inicial, antes de la subida salarial (con 35.000 € de sueldo) con la situación después de la subida (con 37.800 € de sueldo), pero aplicando ahora este nuevo cuadro deflactado, observamos que tanto el tipo efectivo como el marginal no varían:

	ANTES	DESPUES	DIFERENCIA
Sueldo	35.000 €	37.800 €	2.800 €
Impuesto	8.666 €	9.359 €	693 €
Sueldo neto	26.335 €	28.441 €	2.107 €
Tipo efectivo	24,76%	24,76%	0,00%
Tipo marginal	30,00%	30,00%	0,00%

Esto quiere decir que el contribuyente soporta ahora la misma proporción de impuesto sobre su sueldo que antes de la subida, y el tipo marginal continúa siendo el mismo, el 30%. Todo ello da como consecuencia que su sueldo neto aumente de los 1.778 € (antes de deflactar) a los 2.107 € (después de deflactar).

Vemos entonces cómo al deflactar los tramos se obtiene el objetivo propuesto, que no es otro que mantener la misma carga y estructura fiscal que existía antes de la subida de sueldo.

El contribuyente que ha recibido una subida de sueldo pagará un poco más de impuestos que antes de la subida, pero, al no cambiar de tramo, mantendrá el mismo tipo efectivo que soportaba antes de la subida salarial. Hagamos ahora un análisis comparativo de ambas situaciones para ver el efecto de este impuesto ante una subida de sueldo con y sin deflactar el IRPF.

Partimos, en la primera columna, de la situación inicial; aquella en la que el sueldo es de 35.000 € y, por ello, se tributa 8.666 €, y la vamos a comparar, primero con la subida salarial a 37,800 € aplicando la misma tabla de tramos (sin deflactar), y después, con la misma subida salarial, pero en esta ocasión, con la tabla de tramos ya deflactada:

	SITUACIÓN INICIAL	SIN DEFLACTAR EL IRPF		DEFLACTADO EL IRPF		DIFERENCIA deflactado - sin deflactar
		CON SUBIDA SALARIAL	DIFERENCIA sin deflactar	CON SUBIDA SALARIAL	DIFERENCIA deflactado	
Sueldo	35.000 €	37.800 €	2.800 €	37.800 €	2.800 €	0
Impuesto	8.666 €	9.688 €	1.022 €	9.359 €	693 €	-329
Sueldo neto	26.335 €	28.113 €	1.778 €	28.441 €	2.107 €	329
Tipo efectivo	24,76%	25,63%	0,87%	24,76%	0,00%	-0,87%
Tipo marginal	30,00%	37,00%	7,00%	30,00%	0,00%	-7,00%

Como comentaba anteriormente, deflactar el IRPF ha supuesto mantener, después de la subida de sueldo, el mismo tipo marginal que tenía antes de esa subida salarial (el 30%) y, como consecuencia, la misma proporción en la carga fiscal (tipo efectivo del 24,76%), objetivo de esta medida fiscal, manteniendo así el poder adquisitivo del contribuyente que ahora goza de una subida neta de sueldo mayor que sin deflactar los tramos del IRPF (2.107 € frente a los 1.778 € anteriores).

Podría decirse que el contribuyente ha ganado (o ha recuperado) 329 € (2.107 € menos 1.778 €), gracias a deflactar el IRPF, ya que esos 329 € son los que antes se los retenían como impuestos (1.022 € - 693 €). Es decir, ha recuperado esos impuestos "encubiertos" que pretendían cargarle con la tabla anterior sin deflactar. Visto así, ha obtenido un ahorro fiscal de 329 €.

**Al deflactar el IRPF el contribuyente tributará igual que antes, por lo que la subida de su sueldo sí se traduce a un mayor poder adquisitivo.**

### Conclusiones

Del siguiente análisis se puede concluir lo siguiente:

- Los tramos en los que se estructura el IRPF no tienen en cuenta el incremento del coste de la vida y, por ello, sus bases y sus correspondientes tipos se desajustan a medida que pasan los años.
- Por ello, es imprescindible deflactar el IRPF, ya que de lo contrario el contribuyente estaría soportando un aumento en su tributación (un impuesto encubierto).
- Más acuciante se hace esta necesidad de deflactar el IRPF cuando al contribuyente se le aumenta el sueldo para compensar el incremento de la inflación, ya que se acentúa aún más este aumento injustificado de su carga fiscal.

Cuadro Macroeconómico		
	2023	2024
Crecimiento PIB	2,3%	1,5%
Contrib. D. Doméstica	1,4%	1,1%
Contrib. Consumo Privado	0,9%	0,8%
Contrib. Inversión Total	0,2%	0,1%
Contrib. Consumo Público	0,3%	0,2%
Contrib. D. Externa	0,9%	0,4%
Inflación	4,4%	3,1%
Déficit	-4,3%	-3,8%
Deuda/PIB	110,0%	108,5%
Desempleo	12,2%	12,5%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,12
Tipo Interés	4,5%	3,5%
PMI	45,1	52,3

	2022	2023	2024
PIB	5,8%	2,3% ↓ -3,5 p.p.	1,5% ↓ -0,8 p.p.
Inflación	5,7%	4,4% ↓ -1,3 p.p.	3,1% ↓ -1,3 p.p.
Déficit	-4,7%	-4,3% ↓ -0,4 p.p.	-3,8% ↓ -0,5 p.p.
Deuda	111,6%	110,0% ↓ -1,6 p.p.	108,5% ↓ -1,5 p.p.
Desempleo	12,9%	12,2% ↓ -0,7 p.p.	12,5% ↑ 0,3 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



## REINO UNIDO

El crecimiento de la economía de UK en 2023 se debe a los mayores niveles de gasto de los hogares y a los recientes aumentos de la inversión empresarial global. Sin embargo, a pesar de la mayor estabilidad política, las tasas de inflación obstinadamente elevadas y la escasez del mercado laboral siguen lastrando el crecimiento.

La actividad exportadora retrocedió a finales de 2022, ya que las crisis de la cadena de suministro mundial y las barreras comerciales con la UE afectaron de manera desproporcionada a los pequeños exportadores. Es probable que las exportaciones disminuyan un 4,7% a lo largo de 2023.

### La economía de Reino Unido crecerá un 0,6% en 2023 y un 0,4% en 2024

Las tasas de crecimiento que se anticipan siguen siendo muy modestas y claramente inferiores a su media de largo plazo (cerca del 2,0%). Los tipos de interés se mantendrán elevados por un periodo largo. Al impacto de las subidas de tipos de interés ya aprobada, se sumará el de la desaceleración global que se anticipa para 2024. El menor dinamismo económico debería facilitar la reducción de la inflación.

Bajo estas hipótesis, todo apunta a que el techo en los tipos de interés se encuentra bastante cercano, pero, dado el compromiso que el BoE sigue mostrando para con la estabilidad de precios, parece poco probable que se lleven a cabo rebajas de tipos antes del verano de 2024.

La inflación sigue siendo una de las principales preocupaciones de las empresas del Reino Unido, y la previsión de la tasa del IPC se cifra en el 6,5% para 2023. **Se espera que continúe desacelerándose y caiga al .3,4% en 2024. Se espera que los ingresos medios crezcan un 4,5% en 2023 y se quedarán rezagados con respecto a la inflación hasta 2024, cuando aumentarán un 2,6%.**

Si bien los precios de la energía y las materias primas comienzan a disminuir, la inflación subyacente sigue siendo obstinada. Se espera que el tipo de interés del Banco de Inglaterra cierre 2023 en un 5,25%. Se espera que caiga al 4,75% en 2024.

Se espera que el mercado laboral siga siendo ajustado, ya que se observan dificultades de contratación, especialmente en los sectores de la hostelería, el comercio minorista y la fabricación. Sin embargo, se espera un crecimiento modesto de la tasa de desempleo, que aumentará al 4,4% en 2023 y al 4,8% en 2024 a medida que el número de vacantes comience a disminuir.

Reino Unido también estaba sufriendo una recuperación desigual que beneficiaba a los hogares más acomodados, mientras que la mitad inferior de la escala de ingresos sigue viéndose afectada por la caída de los ingresos reales.

Los tipos de interés han alcanzado el 5,25% y se mantendrán elevados a corto plazo debido a la presión de los precios. Los mercados de swaps están valorando el primer recorte del Banco de Inglaterra para agosto o septiembre de 2024.

Con tasas de crecimiento anémicas pronosticadas para el futuro, existe un peligro real de volver a caer en territorio de recesión en cualquier momento. El riesgo de recesión crea una mayor incertidumbre para las empresas, y es probable que el nivel de inversión empresarial siga siendo bajo a pesar del apoyo del Gobierno.

*Es poco probable que la trayectoria actual de crecimiento anémico cambie a menos que haya cambios significativos en el entorno externo, particularmente en la capacidad de las empresas para contratar y exportar.*

*Permitir que las empresas tengan un mayor acceso a las personas calificadas que necesitan, reducir las barreras comerciales y crear un entorno político y fiscal estable será esencial para aprovechar la inversión.*



Cuadro Macroeconómico

	2023	2024
Crecimiento PIB	0,6%	0,4%
Contrib. D. Doméstica	0,6%	0,6%
Contrib. Consumo Privado	0,3%	0,1%
Contrib. Inversión Total	0,3%	-0,2%
Contrib. Consumo Público	0,1%	0,7%
Contrib. D. Externa	0,0%	-0,2%
Inflación	6,5%	3,4%
Déficit	-6,5%	-4,8%
Deuda/PIB	95,9%	100,6%
Desempleo	4,4%	4,8%
Tipo Cambio (GBP/USD)	1,22	1,24
Tipo Interés	5,25%	4,75%
PMI	44,8	51,9

	2022	2023	2024
PIB	4,3%	0,6% ↓ -3,7 p.p.	0,4% ↓ -0,2 p.p.
Inflación	10,8%	6,5% ↓ -4,3 p.p.	3,4% ↓ -3,1 p.p.
Déficit	-4,6%	-6,5% ↑ 1,9 p.p.	-4,8% ↓ -1,7 p.p.
Deuda	91,9%	95,9% ↑ 4,0 p.p.	100,6% ↑ 4,7 p.p.
Desempleo	3,7%	4,4% ↑ 0,7 p.p.	4,8% ↑ 0,4 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



## JAPÓN

La economía japonesa lleva en estado de deflación desde mediados de los noventa. Es un fenómeno opuesto a la inflación, en el que disminuye el nivel general de precios de los bienes y servicios, lo que afecta negativamente a la tasa de crecimiento de la economía.

El Banco de Japón y el gobierno del país llevan años intentando eliminar la deflación mediante un tipo de interés cero y aplicando una política de flexibilización cuantitativa (QE), consistente en inyectar fondos monetarios añadidos en la economía.

La economía japonesa se desacelera debido al impacto de los altos precios de las materias primas y la ralentización de las economías extranjeras.

Las subidas salariales unidas a la inflación importada (fruto de un yen depreciado y de los altos costes de las materias primas) han provocado que el IPC se sitúe todavía en un nivel de +2,3% en 2023.

El BoJ ha reiterado los mensajes dados en anteriores ocasiones y mantiene los tipos a corto plazo en el -0,1% y el YCC (control de la curva de tipos) dentro de las bandas de +/- 0,5% pero flexibilizado (no límites rígidos sino referencias y con orden de compra del BoJ al 1%).

Japón mantiene una posición externa muy saneada con una posición de inversión internacional neta en el 60% del PIB. Una cifra, además, que ha mejorado en los últimos años.

### El PIB de Japón crecerá un 1,3% en 2023 y un 1,1% en 2024

Las perspectivas de crecimiento a largo plazo son moderadas ante una demografía menguante, una deuda pública elevada, una todavía baja tasa de participación de las mujeres en el mercado laboral y una estructura empresarial que aún presenta disfunciones (a pesar de las mejoras recientes en gobernanza corporativa).

**A pesar de las debilidades estructurales de Japón, las calificaciones A (altas) de Japón reflejan sus fortalezas fundamentales, incluida su economía grande y diversa y su sólido marco de política macroeconómica.**

El país goza de unos costes de financiación excepcionalmente bajos debido a su gran reserva de ahorro privado y a su gran base de inversores nacionales. El estatus de refugio seguro de Japón y las compras de bonos del Banco de Japón (BoJ), como parte

de su marco de objetivos de rendimiento, ayudan a mantener bajos los costes de endeudamiento a pesar de la altísima ratio Deuda/PIB del sector público.

Pese a la aceleración de la inflación y en contra de la tendencia entre otras entidades de referencia como la Reserva Federal estadounidense (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE), el BoJ mantiene su política monetaria, con los tipos en 0%, pues considera que esta inflación es de carácter importado y transitorio.

La situación más llamativa de Japón es su abultada deuda. Cerró 2022 con una ratio Deuda/PIB de un 266%, es decir, 9,2 Billones de USD. La razón de tan abultada cifra es que el país lleva décadas impulsando el gasto interno para mantener su economía en marcha.

*Sus ciudadanos y empresas, que juegan un papel clave en el crecimiento económico, son extremadamente reacios a consumir y el estado a menudo se ve obligado a gastar por ellos. Los ahorros privados son enormes y la inversión es débil, lo que implica una debilidad crónica de la demanda. Esto a su vez requiere de estímulos del gobierno*

*Una de las causas de este problema es la demografía de Japón. Su población es muy longeva, lo que aumenta los costes de la seguridad social y la atención médica del Estado. Esto hace que los jubilados tengan mucha incertidumbre sobre su futuro y prefieran ahorrar*

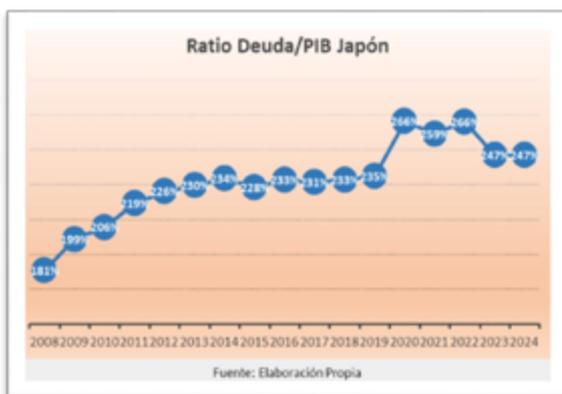
Se espera que el envejecimiento de la población que sustenta esta situación continúe durante mucho tiempo. Pero pese a esta gran deuda pública, los inversores internacionales siguen confiando en el país y cada año le prestan dinero a través de compras de su deuda. La deuda pública de Japón comenzó a dispararse a principios de la década de 1990, cuando su burbuja financiera e inmobiliaria estalló con efectos desastrosos.

En 1991, esa ratio era solo del 39%. Pero a partir de ese momento, la tasa de crecimiento de la economía empezó a caer drásticamente, lo que redujo los ingresos del Estado, al tiempo que las circunstancias obligaban a aumentar el gasto. Al llegar la década de los 2000, su deuda ya superaba el 100% y en 2010 ya se había duplicado otra vez.

La tercera economía del mundo mantuvo una senda de estímulos que solo en las últimas décadas se vio amplificada con eventos como la Gran Recesión de 2008, el terremoto y posterior tsunami de Fukushima en 2011, y más recientemente la pandemia de Covid de 2020.

Para amortiguar el impacto de estos eventos y mantener el presupuesto anual en capítulos como educación, sanidad o defensa, Japón, como casi todos los países del mundo, vende bonos que financian su gasto.

Es decir, coloca su deuda en los mercados internacionales con la promesa de devolverla al inversor en su totalidad más un pequeño beneficio.



Los inversores prestan entonces su dinero al país, sobre todo los más conservadores que ven en esos títulos un lugar seguro para colocar su dinero.

Además de la rentabilidad que se obtiene, los bonos de los países desarrollados tienen una alta liquidez y pueden usarse fácilmente como garantía para préstamos. Sin embargo, con niveles de deuda que equivalen a alrededor de dos veces y media el tamaño de su economía, es fácil pensar que el gobierno tendría

dificultades para pagar esa gigantesca cifra.

La razón de que la deuda de Japón haya sido sostenible en el tiempo y que el país no haya caído en default, es que ha conseguido mantener la rentabilidad de los bonos del gobierno muy baja, pagar poco a los inversores, y muy alta la confianza de los mercados. Hay inversores que prefieren la estabilidad a la rentabilidad y por eso optan por Japón para colocar su exceso de ahorro.

Japón ha mantenido los tipos de interés extremadamente bajos. Aunque el nivel de deuda es muy alto, el gobierno paga relativamente poco interés a sus acreedores. Puede sostener una deuda alta indefinidamente.

La clave también reside en que la mayor parte de la deuda de Japón no está denominada en moneda extranjera sino en yenes. Esto hace que su banco central esté menos expuesto a las turbulencias de los mercados internacionales. De hecho, el 90% de la deuda está en manos de inversores japoneses.

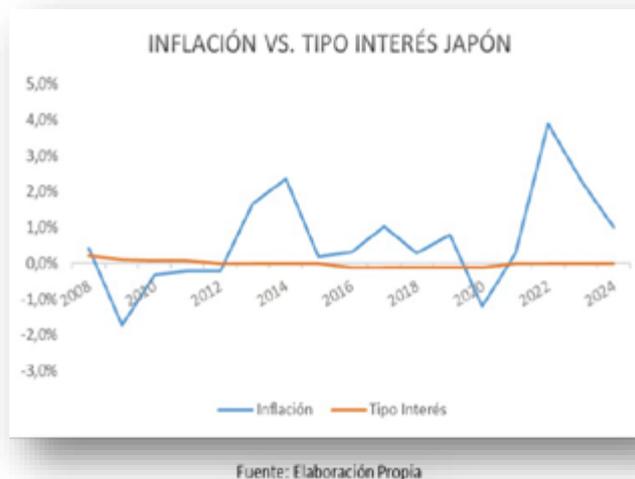
No hay tanta deuda japonesa en manos de extranjeros, la mayor parte está en manos de instituciones financieras japonesas y el Banco de Japón.

Lo que se consigue con esto es esencialmente monetizar el déficit del gobierno, así que el gobierno japonés vende bonos, que compra su banco central.

Bajo la política "QE" (de estímulos), el Banco de Japón ha estado comprando grandes cantidades de deuda pública para mantener bajas las tasas de interés a largo plazo, lo que se supone que ayudará a estimular la economía.

En consecuencia, el gobierno no tiene que encontrar compradores en el sector privado para toda la deuda que emite, y el poco interés que paga por la deuda vuelve al gobierno. Esto es esencialmente monetizar el déficit del gobierno, lo que normalmente conduce a una alta inflación; desconcertantemente, eso no ha sucedido en Japón. Así que mientras en el resto del mundo los tipos de interés no han dejado de subir, en Japón se mantienen bajos.

Esto se debe fundamentalmente a la mentalidad de deflación todavía obstinada de los hogares y las empresas privadas y a un alto grado de coordinación de políticas entre el gobierno y el Banco de Japón. En 2023, persistió el debilitamiento del tipo de cambio del yen frente al dólar estadounidense, con el par de divisas cotizando a 130,00 a principios de año. El yen se encuentra bajo presión debido a la falta de señales claras por parte del Banco de Japón que indiquen cuándo comenzará el endurecimiento de la política monetaria, lo que contribuye a un mayor crecimiento de las cotizaciones del USD/JPY. Al mismo tiempo, la Reserva Federal prosiguió su política de subidas de tipos de interés en respuesta a la creciente presión inflacionista. La diferencia entre los tipos dio lugar a un mayor debilitamiento del yen y al crecimiento gradual del tipo de cambio del par.



En el contexto de final de la política monetaria acomodaticia por parte del BoJ (tras casi 8 años de tipos negativos), la tendencia del yen será a apreciarse, especialmente después de las caídas vividas a lo largo de 2023. Además, Fed y BCE se encuentra cerca de concluir su ciclo de subidas, con lo que el diferencial de tipos se estabilizará, lo cual también servirá de apoyo al yen.

El Banco de Japón, en su reunión de octubre, mantuvo los tipos de interés de depósitos en -0,10%. Con respecto a los tipos de largo plazo, el banco central seguirá comprando la cantidad de bonos que sea necesaria para seguir controlando la curva de tipos de interés y así mantener el rendimiento del bono a 10 años en un rango más alto del anterior, al elevarlo hasta el 1,0%.

Además, el Banco de Japón seguirá comprando ETFs (exchange-traded funds) y fondos inmobiliarios hasta 12 trillones de yenes y 180 billones de yenes, respectivamente. Asimismo, el banco central seguirá adquiriendo papel comercial con el fin de mantener la cartera en 2 trillones de yenes, así como bonos corporativos para mantener la cartera en cerca de 3 trillones de yenes. Esta política monetaria es la más laxa de los países desarrollados, con una expansión de la masa monetaria M2 del 2,5%.

Entre los riesgos de corto plazo que afectan a las perspectivas de la economía japonesa están, la evolución del yen, el impacto de las subidas de tipos de interés en los mercados financieros mundiales y su influencia en los flujos financieros, la desaceleración del entorno exterior que afecta al comportamiento de las exportaciones y la producción industrial, la subida de los precios de las materias primas y la subida de precios generalizada en el entorno mundial.

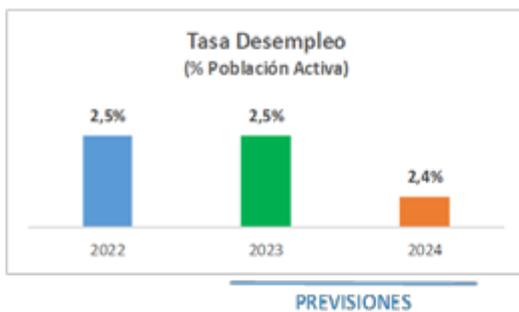
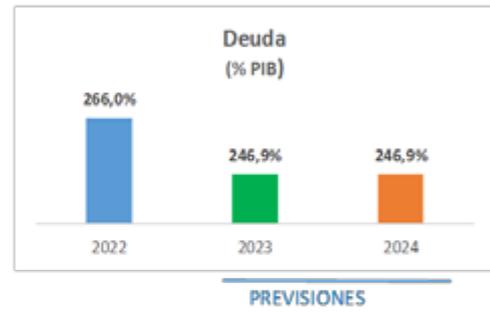
**La política del banco central continuará siendo expansiva, cuando el resto del mundo ha girado hacia políticas restrictivas, por lo que seguirá condicionando la evolución del tipo de cambio**



**Cuadro Macroeconómico**

	2023	2024
Crecimiento PIB	1,3%	1,1%
Contrib. D. Doméstica	0,8%	1,2%
Contrib. Consumo Privado	0,5%	0,8%
Contrib. Inversión Total	0,3%	0,5%
Contrib. Consumo Público	0,0%	-0,1%
Contrib. D. Externa	0,5%	-0,1%
Inflación	2,3%	1,0%
Déficit	-5,1%	-4,4%
Deuda/PIB	246,9%	246,9%
Desempleo	2,5%	2,4%
Tipo Cambio (JPY/USD)	154,0	140,5
Tipo Interés	0,0%	0,0%
PMI	48,7	52,5

	2022	2023	2024
<b>PIB</b>	1,1%	1,3% ↑ 0,2 p.p.	1,1% ↓ -0,2 p.p.
<b>Inflación</b>	3,9%	2,3% ↓ -1,6 p.p.	1,0% ↓ -1,3 p.p.
<b>Déficit</b>	-5,7%	-5,1% ↓ -0,6 p.p.	-4,4% ↓ -0,7 p.p.
<b>Deuda</b>	266,0%	246,9% ↓ -19,1 p.p.	246,9% = 0,0 p.p.
<b>Desempleo</b>	2,5%	2,5% = 0,0 p.p.	2,4% ↓ -0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

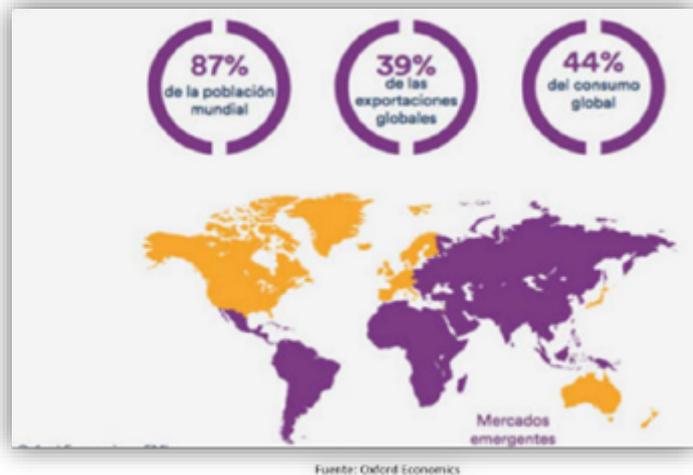
**BRICS** PAÍSES EMERGENTES

La importancia de los mercados emergentes en la economía global ha aumentado notablemente en los últimos años, pasando de representar un 20% del PIB mundial en 1980 a un 40%. Se engloban dentro de este grupo más de 60 países, entre los que destacan China, India, Rusia o Brasil.

En el último año, la senda de recuperación económica ha continuado su curso, sobreponiéndose al shock inicial producido por la invasión rusa a Ucrania, al tensionamiento de las condiciones financieras a nivel mundial en respuesta a una inflación más alta y persistente de lo deseable, a las consecuentes turbulencias en el sector bancario estadounidense (y en menor medida europeo), así como a la consolidación de una tendencia hacia un orden multipolar cuyas fricciones reverberan en las cadenas de suministro y en el precio de las materias primas.

Bajo este entorno, la mayor parte de los mercados emergentes se han visto beneficiados por un crecimiento más resiliente de lo anticipado, un control de la inflación más preciso que en ciclos anteriores y la relativa ausencia de catalizadores relevantes que desemboquen en salidas abruptas de capitales.

Por lo que respecta a la dinámica inflacionaria, y de forma contrapuesta a lo que sucedió al inicio de la escalada de precios, la dependencia del mundo emergente a las materias primas y la cercanía a las primeras etapas de producción proporcionaron las primeras señales de ralentización de los precios (particularmente en el caso de China), perdiendo intensidad de forma anticipada frente al comportamiento más errático de



otras regiones desarrolladas, y señalizando un horizonte de políticas monetarias y fiscales con menor camino por recorrer a lo largo de 2023.

En términos cambiarios, la restricción tanto monetaria como fiscal ha generado menores presiones depreciatorias sobre los tipos de cambios en comparación con ciclos anteriores, acompañando expectativas de inflación bien ancladas y un entorno más disciplinado de tipos de interés y positivos en términos reales.

Desde el punto de vista de los flujos de inversión, ante las menores entradas por exportaciones a causa del debilitamiento del comercio global (a lo que se suma la fortaleza del dólar), un apetito por el riesgo menos favorable dada la disponibilidad de acceso a tipos reales positivos en mercados más seguros y la vulnerabilidad expuesta en shocks anteriores, cabe prever la expectativa de una menor y más selectiva recepción de flujos en el futuro por parte de las economías emergentes.

En cuanto a la política monetaria, aunque ya ha comenzado a girar hacia un entorno de cierta relajación de las condiciones financieras en ciertos países, se encuentra

todavía en su etapa inicial y con una observable cautela debida al panorama de riesgos aún por disipar, al historial de inflación en anteriores ciclos y a la reticencia de los mercados desarrollados por sostener tipos más altos por más tiempo, recuperando credibilidad a costa de limitar el margen de maniobra local, principalmente en Asia dado el menor grado de restricción alcanzado.

Se observa que la mayor parte de las monedas emergentes se han depreciado en la primera mitad de 2023, con la excepción de los casos de México, Colombia y Brasil, que han mostrado un comportamiento en sentido inverso.

Esta tendencia continúa con la dinámica sufrida en la segunda mitad de 2022, coincidiendo con la caída de los flujos de cartera agravada tras el inicio de la invasión rusa a Ucrania y la fragmentación económica global agravada por los conflictos geopolíticos y medidas proteccionistas.

En términos promedio de los países emergentes, la cuenta corriente promedio ha pasado de tener un déficit cercano a cero a finales de 2020, manteniéndose en ese nivel hasta el cierre del primer trimestre de 2022, y desde entonces, se ha elevado hasta alcanzar el 2% a finales del segundo trimestre de 2023; fundamentalmente producido por el déficit en la cuenta de rentas primarias y el menor impulso del superávit comercial que se ha ido reduciendo desde el segundo trimestre de 2022 (máximo local) hasta un nivel cercano a cero a junio de 2023.

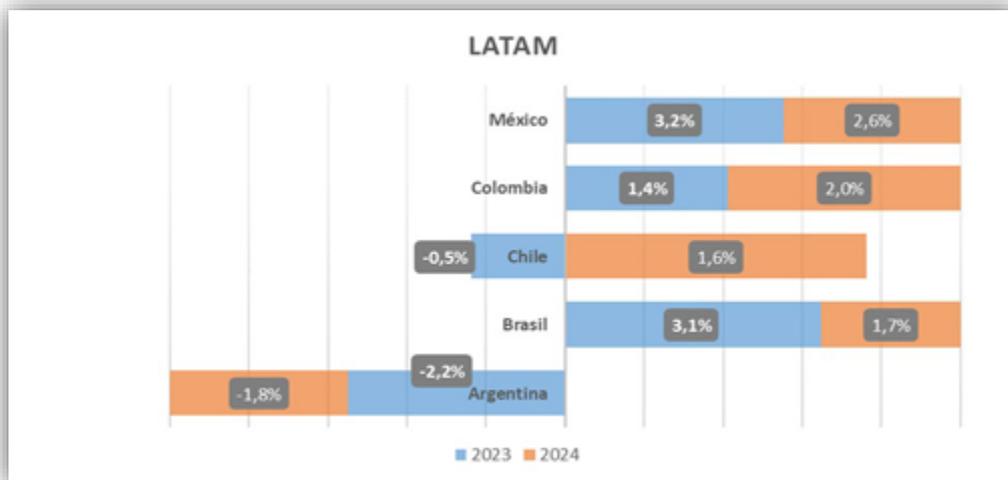
En promedio, los mercados emergentes acumularon algo de reservas hasta mediados de 2022 sin aumentar pasivos lo que mantuvo contenido el riesgo de

liquidez; sin embargo, desde esa fecha se han perdido reservas, aunque a un ritmo bajo. En consecuencia, el tipo de cambio se apreció hasta mediados de 2022 y se ha depreciado desde entonces.

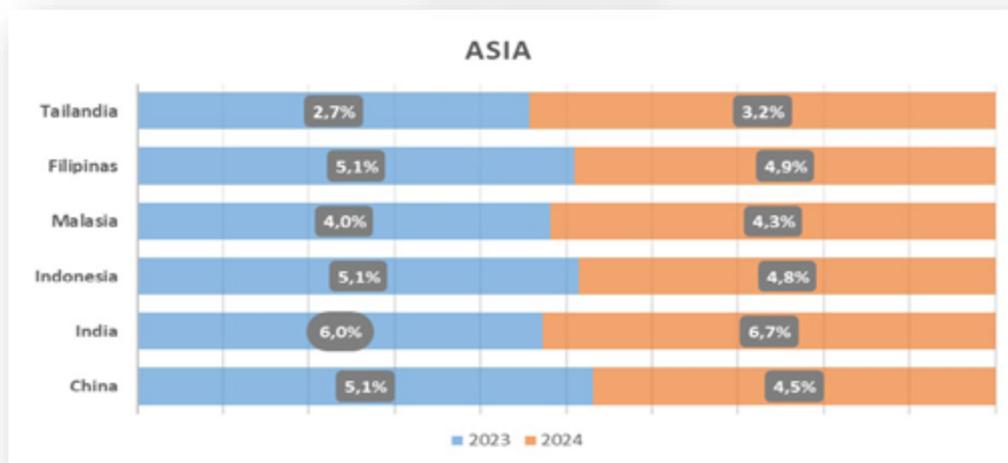
**Como conclusión general, es previsible que ciertas economías emergentes puedan beneficiarse tanto de la salida de capitales de China, como del peor desempeño institucional de la región de CEMEA (Europa Central, Medio Oriente y África); ventana que, con el conflicto de Ucrania y en ausencia de catalizadores negativos, podría prevenir en cierta medida las salidas abruptas de capital en el futuro.**

A su vez, se espera que la desaceleración de la actividad económica prevista en 2023 siga resultando heterogénea, a consecuencia tanto de la dinámica de inflación (aún permanente en ciertas economías y bajo mayor esfuerzo de control por parte de sus bancos centrales) como del mix productivo.

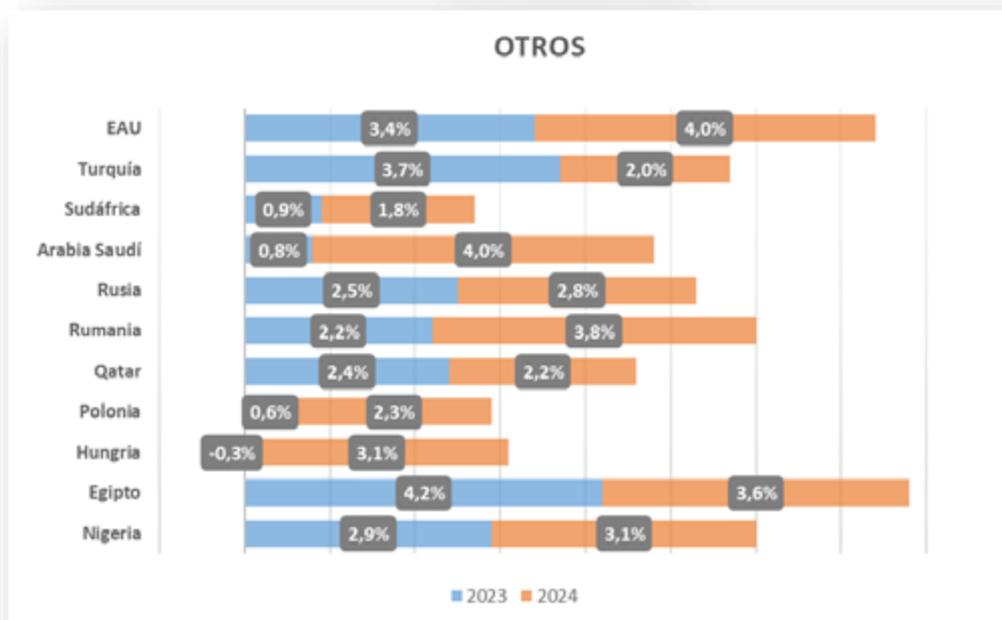
Por otro lado, el advenimiento hacia un nuevo orden global multipolar, con cadenas de suministro y comercio segmentadas, evidencia el surgimiento al alza de ciertos actores beneficiados por el nearshoring y las fragilidades de otras economías con sesgo tradicionalmente importador, así como la realidad de aquellos países emergentes con vulnerabilidades estructurales latentes, amplificando con ello la brecha y abriendo la puerta a una senda de depreciación emergente cada vez más selectiva.



Fuente: Elaboración Propia



Fuente: Elaboración Propia



Fuente: Elaboración Propia



## CHINA

China ha sido durante años un motor del crecimiento en todo el planeta. Ahora la economía se está debilitando. Las familias están acumulando efectivo, tanto la demanda como la oferta de préstamos se está desplomando a su peor registro desde el año 2009, las empresas privadas apenas están invirtiendo y los gobiernos locales están reduciendo sus gastos, todo lo que pueden.

Todo esto es lo que explica, por ejemplo, que el desempleo juvenil haya batido todos los récords o que la economía esté prácticamente en deflación.

El repunte de la reapertura de la economía tras tres años de políticas de cero COVID se ha desvanecido, y la elevada deuda y la debilidad de su sector inmobiliario están lastrando el crecimiento del gigante asiático.

Tras meses de datos desalentadores, la segunda economía mundial ha empezado a mostrar signos de estabilización en septiembre de 2023, la actividad de las fábricas chinas creció en por primera vez en seis meses.

Los primeros signos de mejora habían aparecido en agosto, con una aceleración de la producción fabril y del crecimiento de las ventas al por menor, al tiempo que se reducían los descensos de las exportaciones y las importaciones y disminuían las presiones deflacionistas. Los beneficios de las empresas industriales registraron un sorprendente aumento del 17,2% en agosto, invirtiendo el descenso del 6,7% de julio.

La intensificación de las reformas estructurales, incluida una mayor liberalización del sistema de permisos de residencia "hukou", que controla los

movimientos de la población dentro del país, la mejor infraestructura de seguridad social y una mayor previsibilidad normativa para las inversiones en productos innovadores y ecológicos podrían contribuir a reactivar el consumo y la inversión, sentando las bases de un crecimiento sostenible.

La atonía económica de China ha polarizado a los asesores del Gobierno sobre el mejor camino a seguir. Los partidarios de la reforma abogan por acelerar las reformas estructurales, como la relajación del sistema "hukou" para estimular el consumo y la eliminación de las barreras de entrada al mercado para las empresas privadas en detrimento de los gigantes estatales.

Pero, la situación de la economía china es preocupante.

**La economía china crecerá un 5,1 % en 2023 pero frenará hasta el 4,5 % en 2024** debido a la continua debilidad del mercado inmobiliario y a una apagada demanda proveniente del exterior.

A medio plazo, las proyecciones pasan por un debilitamiento paulatino del ritmo de crecimiento, debido a factores como una débil productividad y el envejecimiento de la población.

El crecimiento alimentado vía crédito de los últimos años ha desembocado en unos desequilibrios y vulnerabilidades cada vez mayores, con tasas de ahorro excesivamente altas que fueron empleadas para financiar inversiones en inmuebles residenciales e infraestructura cada vez menos rentable, resultando en altos niveles de deuda.

Acerca de la situación en el sector inmobiliario, el desafío será ahora minimizar los costes económicos y contener los riesgos para la estabilidad financiera.

Se necesita más para garantizar una recuperación más rápida y minimizar los costes económicos durante esta transición, donde se recomienda acelerar la salida de promotoras económicamente inviables, eliminar los impedimentos a los ajustes de precios inmobiliarios, dedicar más fondos gubernamentales a completar las promociones inacabadas y ayudar a las promotoras que sí pueden sobrevivir a reparar sus cuentas y adaptarse a un mercado más pequeño.

Pekín debería acometer reformas del marco fiscal y reestructuraciones de balances contables para afrontar el problema de deuda de los gobiernos locales y regionales, que acumulan un alto nivel de pasivos, en muchas ocasiones a través de canales informales de financiación conocidos como LGFV. Estas entidades semipúblicas acumulan una deuda total equivalente a unos 9 billones de dólares, más del doble que en 2017.

Los riesgos para la estabilidad financiera son elevados y siguen aumentando a medida que las instituciones financieras cuentan con colchones de capital menores y afrontan crecientes riesgos de calidad sobre sus activos.

En el marco de las reformas recomendadas, Pekín debería apostar por políticas macroeconómicas más favorables para impulsar la actividad, entre las que destaca una reorientación del gasto fiscal hacia los hogares, bajadas de tipos de interés y una mayor flexibilidad en los tipos de cambio del yuan.

China también debe mostrar más involucración con el sistema internacional de comercio y ayudar a reducir las presiones de fragmentación, algo para lo que deberían

reducir las distorsiones al comercio y la inversión de sus políticas industriales nacionales y restricciones comerciales.

El entorno externo se está volviendo más complejo y grave mientras que la demanda interna sigue siendo insuficiente y es necesario consolidar aún más las bases para la recuperación económica y el crecimiento.

**La economía de China, a pesar de su volatilidad, mantendrá una leve recuperación en los próximos seis meses. Pero no será un proceso unidireccional, tendrá sus altibajos, lo que se refleja particularmente en los datos de inflación.**

La débil confianza en el mercado inmobiliario, así como la incertidumbre en la economía global, se encuentran entre los principales desafíos que enfrenta China. Otro dato preocupante es el desempleo juvenil, que ha llegado al 21,3% de paro entre los jóvenes de 16 a 24 años.

Hay que admitir que las perspectivas para las exportaciones, que han sido un motor clave del crecimiento estos dos últimos años, son complicadas, muchos mercados desarrollados entrarán en recesión en un contexto en el que la elevada inflación y unos tipos de interés altos reducirán la demanda.

La previsión de la caída de las exportaciones desplaza la responsabilidad de impulsar la recuperación hacia la demanda interna, que, claramente, aún presenta signos de vulnerabilidad.

La combinación de la política de covid cero del Gobierno mantenida durante un largo periodo y el colapso de la actividad del sector inmobiliario ha lastrado la producción interna y ha mermado considerablemente la confianza de los consumidores.

La seguridad de la cadena de suministro y la autosuficiencia seguirán siendo dos de las

principales prioridades del Gobierno de cara al futuro.

Así pues, es lógico pensar en una aceleración de la inversión en áreas de importancia estratégica como tecnología, defensa o independencia de la cadena de suministro. También se prevé que la tendencia de desglobalización se mantendrá.

A nivel de riesgos económicos y financieros de corto plazo, persiste el problema del sector inmobiliario, con la promotora Country Garden comunicando a la bolsa que se encamina hacia la insolvencia. Esta situación, que por sí sola podría no ser sistémica, puede ser un indicativo de una problemática más amplia que sí pudiera llegar a serlo.

Por otra parte, la desaceleración mundial comienza a notarse en el ritmo de

crecimiento de las exportaciones chinas. Así, con unos precios al productor claramente negativos, existe el riesgo de que China entre en deflación. Con todo, ante un sector financiero e inmobiliario en situación delicada, el gobierno va a intentar que al menos sus exportaciones sean un factor de crecimiento.



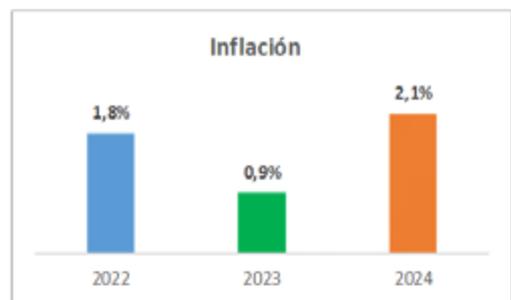
Cuadro Macroeconómico

	2023	2024
Crecimiento PIB	5,1%	4,5%
Contrib. D. Doméstica	5,7%	5,0%
Contrib. Consumo Privado	3,4%	2,2%
Contrib. Inversión Total	1,6%	1,8%
Contrib. Consumo Público	0,7%	1,1%
Contrib. D. Externa	-0,6%	-0,5%
Inflación	0,9%	2,1%
Déficit	-7,2%	-7,0%
Deuda/PIB	79,0%	80,5%
Desempleo	5,5%	6,0%
Tipo Cambio (RMB/USD)	6,9	6,5
Tipo Interés	2,5%	3,0%
PMI	49,5	53,0

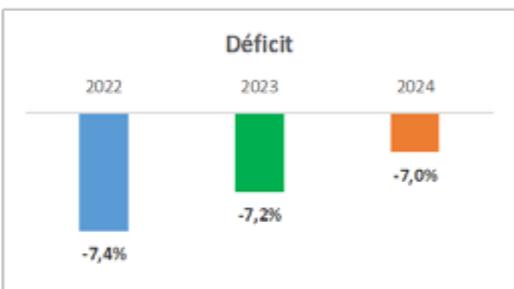
	2022	2023	2024
PIB	3,0%	↑ 5,1% 2,1 p.p.	↓ 4,5% -0,6 p.p.
Inflación	1,8%	↓ 0,9% -0,9 p.p.	↑ 2,1% 1,2 p.p.
Déficit	-7,4%	↓ -7,2% -0,2 p.p.	↓ -7,0% -0,2 p.p.
Deuda	77,1%	↑ 79,0% 1,9 p.p.	↑ 80,5% 1,5 p.p.
Desempleo	3,6%	↑ 5,5% 1,9 p.p.	↑ 6,0% 0,5 p.p.



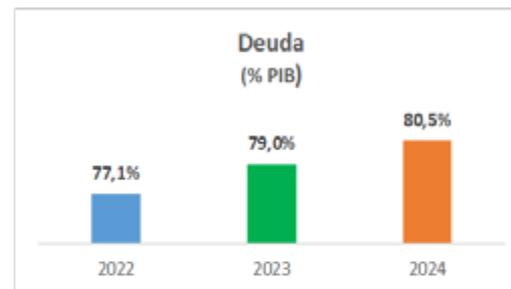
PREVISIONES



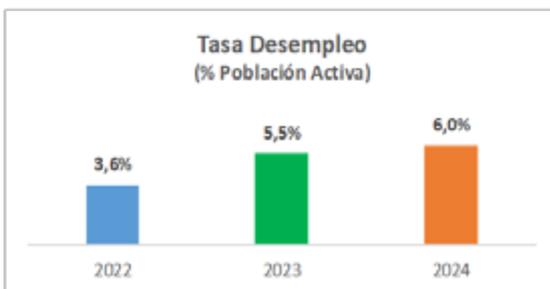
PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES

Fuente: Elaboración Propia



## INDIA

Desde hace varias décadas, la India se ha establecido como una de las economías emergentes más importantes del mundo.

Con una población de más de 1.300 millones de personas y una superficie de 3.287.263 km<sup>2</sup>, el país cuenta con una gran variedad de recursos naturales y una posición geográfica estratégica que lo ha convertido en un mercado atractivo para muchas empresas internacionales.

A lo largo de su evolución económica, India ha experimentado momentos de altibajos, pero en la última década ha logrado un crecimiento sostenido que lo ha situado como la quinta economía más grande del mundo.

La economía de la India ha crecido a un ritmo constante en las últimas décadas, convirtiéndola en una de las economías de más rápido crecimiento en el mundo. El país ha pasado de ser una economía agrícola a una economía diversificada impulsada por sectores como la tecnología de la información, la industria manufacturera y el sector servicios.

A principios de los años 90, India inició importantes reformas económicas para liberalizar su economía y fomentar la inversión extranjera. Esto incluyó la eliminación de barreras al comercio y la inversión, la desregulación de sectores clave de la economía y la privatización de empresas estatales. Estas reformas han contribuido significativamente al crecimiento económico de la India.

A pesar de su crecimiento económico, India enfrenta varios desafíos económicos persistentes, incluyendo la pobreza, la desigualdad, la infraestructura insuficiente, la corrupción y la mala salud financiera de algunos de sus bancos estatales.

Aunque el gobierno ha trabajado activamente para abordar estos problemas, todavía queda mucho por hacer para mejorar la economía a largo plazo.

**El potencial crecimiento de India se sitúa en el 6% en 2023, impulsado por la demanda interna, elevándose a un 6,7% en 2024.**

Todo apunta a una consolidación fiscal gradual y sigue centrándose en el aumento de las inversiones de capital. A corto plazo, esto implica que su déficit por cuenta corriente probablemente seguirá siendo elevado.

Con su creciente población y unas infraestructuras inadecuadas, las necesidades de financiación de India para sus gastos de capital a medio plazo son grandes. El país necesitará más entradas de capital extranjero, dada su elevada deuda pública y la necesidad de proseguir la consolidación fiscal.

La inflación general se situará en torno al 5% en 2023, al disminuir los precios de los alimentos, lo que sugiere que el Banco de la Reserva de la India podría reducir el tipo de interés en 2024.

Si bien las exportaciones de bienes se ven influidas por la ralentización mundial del sector manufacturero, las exportaciones de servicios, principalmente informático, siguen prosperando.

Se espera una consolidación fiscal en 2024, pasando de un déficit del 6,4% del PIB en 2023 al 5,9% en 2024.

Aunque un dólar estadounidense más débil debería apoyar a las divisas de los mercados emergentes, hay que ser cauto respecto a la rupia india (INR).

El considerable déficit por cuenta corriente es uno de los factores. Otro factor importante es la compra de divisas por parte del Banco de la Reserva de la India

(RBI) para reponer sus reservas. Un último factor es el alto nivel de tenencia de acciones indias por parte de inversores extranjeros, que aumentó significativamente desde que comenzó la pandemia.

La deuda pública es ya elevada, en torno al 89% del PIB, aunque el modelo de financiación nacional se ha mantenido

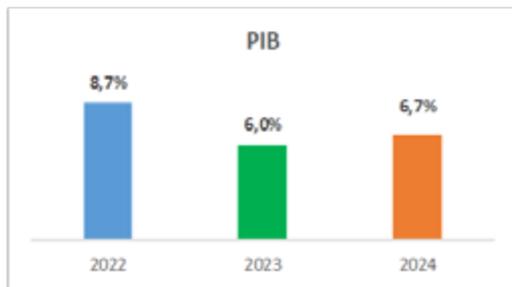
bastante estable, basado en el requisito legal de liquidez (o requisito de reserva) para los bancos. No obstante, un mayor endeudamiento público también podría desplazar la inversión privada y, por tanto, India necesita mucha más inversión extranjera para financiar sus necesidades de Capex.



Cuadro Macroeconómico

	2023	2024
Crecimiento PIB	6,0%	6,7%
Inflación	4,9%	4,5%
Déficit	-6,4%	-5,9%
Deuda/PIB	89,2%	88,0%
Desempleo	7,1%	7,6%
Tipo Interés	6,50%	5,75%
Tipo de Cambio (INR/USD)	83,20	85,07
PMI	55,5	54,0

	2022	2023	2024
PIB	8,7%	6,0% ↓ -2,7 p.p.	6,7% ↑ 0,7 p.p.
Inflación	5,6%	4,9% ↓ -0,7 p.p.	4,5% ↓ -0,4 p.p.
Déficit	-9,8%	-6,4% ↓ -3,4 p.p.	-5,9% ↓ -0,5 p.p.
Deuda	89,4%	89,2% ↓ -0,2 p.p.	88,0% ↓ -1,2 p.p.
Desempleo	6,0%	7,1% ↑ 1,1 p.p.	7,6% ↑ 0,5 p.p.



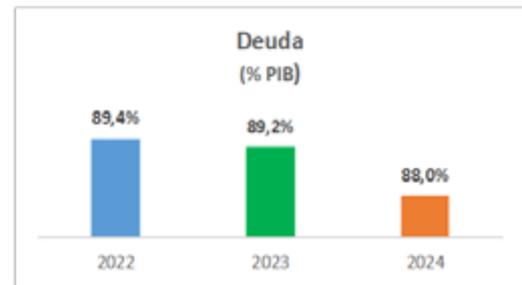
PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES

Fuente: Elaboración Propia



## BRASIL

La economía de Brasil ha vivido en 2023 grandes desafíos, marcados por la incertidumbre en el escenario internacional, la necesidad de mantener la inflación bajo control y dar continuidad al crecimiento.

El foco debe estar en la búsqueda de un equilibrio entre las promesas de fortalecer las políticas sociales y la cuestión fiscal, para evitar un aumento de la deuda pública.

En el sector manufacturero, la reconstitución de las existencias por parte de la industria también ha contribuido a sostener la actividad económica del sector. La inversión tenderá a reducirse debido a la persistencia en el endurecimiento de las condiciones de financiación a las empresas.

La confianza del consumidor está mejorando gracias al control de la inflación. El índice manufacturero tiende a mejorar en 2024.

**La fortaleza del consumo y de las exportaciones apuntan a un crecimiento del 3,1% en 2023, desacelerándose a un 1,7% para 2024.**

El Banco Central rebajará paulatinamente la tasa SELIC, según se rebajen las presiones de precios. Con esta decisión, el banco central espera que se consiga hacer converger la inflación al objetivo a lo largo en 2025, estabilizando los precios, suavizando las fluctuaciones del nivel de actividad económica y fomentando el empleo.

El comité de política monetaria considera que es necesario continuar con una política restrictiva (tipos de interés reales elevados) para que se consolide el proceso de

desinflación y para anclar las expectativas de inflación en torno al objetivo.

En cuanto a los riesgos de corto plazo para la economía brasileña, persiste el de mayores déficits fiscales por la presión de gasto en medidas sociales. Las presiones inflacionarias a nivel mundial, incluyendo el precio del petróleo, impedirán una mayor moderación de la inflación en el corto plazo.

Asimismo, desde el punto de vista de la actividad, la desaceleración de la economía global puede moderar las exportaciones brasileñas, mientras que el consumo seguirá contenido por los tipos de interés restrictivos.

En cuanto al déficit, se espera un peor resultado primario para 2023 y 2024, con la perspectiva de una menor recaudación en ambos periodos en medio de las dificultades del Gobierno para avanzar con las medidas para aumentar los ingresos y después de que el presidente Lula pusiera en duda el objetivo de déficit cero para 2024.

Existe un compromiso por parte del Gobierno de Lula de mejorar la posición fiscal brasileña. Reforzar el marco fiscal, ampliar la base tributaria y enfrentar la rigidez de los gastos apoyarían la sustentabilidad y la credibilidad y, al mismo tiempo, ofrecerían flexibilidad, incluso para atender nuevos gastos prioritarios.

El Gobierno brasileño espera alcanzar un superávit fiscal primario equivalente al 1,0 % del PIB EN 2026, que pueda posicionar la deuda en una trayectoria finalmente descendiente y al mismo tiempo proteger los gastos sociales y la inversión.

Se espera que Brasil registrará un resultado primario negativo de 113.512 millones de reales en 2023. Para 2024 se espera que el déficit primario sea de 90.237 millones de reales. La meta del Gobierno para el periodo es equilibrar las cuentas, pero el presidente Luiz Inácio Lula da Silva dijo que difícilmente se alcanzará ese objetivo.

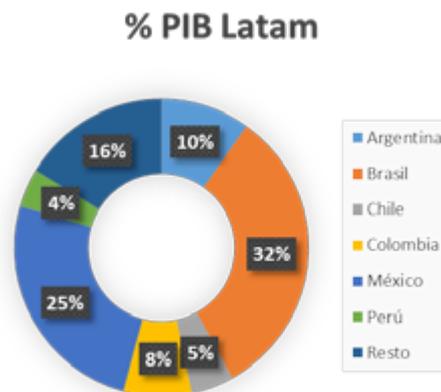
La deuda bruta de las administraciones públicas todavía es elevada, y se cifra en un 75,81% del PIB en 2023 y un 78,80% del PIB en 2024. El gasto del gobierno federal en 2023 será de 2,020 billones de reales, y 2,174 billones en 2024.

**Brasil presenta activos económicos muy importantes que le han llevado a situarse en el top 10 de las economías más poderosas y a sacar de la pobreza a 28 millones de personas en los últimos 15 años.**

A diferencia del grueso de los países avanzados, Brasil exhibe músculo en el sector primario lo que le otorga menor dependencia de los mercados globales. Además de mostrar una considerable abundancia de recursos naturales debido a sus vastos bosques, que ocupan más de la mitad del territorio. A este patrimonio natural hay que añadir la selva tropical más grande del mundo.

También es el mayor exportador de caña de azúcar y de naranjas a nivel mundial, así como el que posee la ganadería comercial más importante. Además, es uno de los primeros productores de soja y de caucho.

Respecto al sector secundario, Brasil posee una potente industria que aporta cerca del



Fuente: Elaboración Propia

19% del PIB y emplea a más del 20% de su población, jugando un papel preponderante la riqueza que atesora en minerales. No en vano, esta nación es el mayor exportador mundial de hierro y uno de los líderes en producción de aluminio y carbón.

También destaca su potencial en hidrocarburos, donde aspira a ser independiente desde el punto de vista energético durante la próxima década al estimarse que posee las quintas mayores reservas de petróleo de todo el globo. Sin olvidar que, en los últimos dos años, su producción de gas ha crecido un 10%.

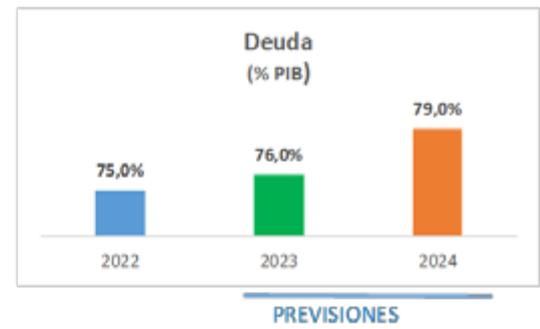
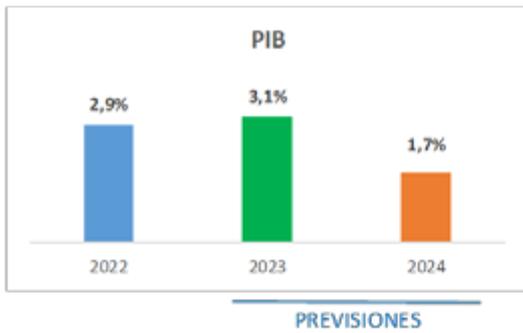
En cuanto al sector servicios, Brasil representa el 63,1% del PIB y que ha evolucionado en estas primeras décadas de siglo XXI hacia la producción de servicios de alto valor añadido como el aeroespacial y las telecomunicaciones.



**Cuadro Macroeconómico**

	2023	2024
Crecimiento PIB	3,1%	1,7%
Contrib. D. Doméstica	2,2%	1,8%
Contrib. Consumo Privado	2,1%	-0,2%
Contrib. Inversión Total	-0,3%	1,0%
Contrib. Consumo Público	0,4%	1,0%
Contrib. D. Externa	0,9%	-0,1%
Inflación	5,0%	3,8%
Déficit	-7,9%	-8,5%
Deuda/PIB	76,0%	79,0%
Desempleo	8,1%	8,3%
Tipo Cambio (BRL/USD)	5,1	5,2
Tipo Interés	11,8%	9,5%
PMI	48,6	53,0

	2022	2023	2024
PIB	2,9%	↑ 3,1% 0,2 p.p.	↓ 1,7% -1,4 p.p.
Inflación	6,1%	↓ 5,0% -1,1 p.p.	↓ 3,8% -1,2 p.p.
Déficit	-4,6%	↑ -7,9% 3,3 p.p.	↑ -8,5% 0,6 p.p.
Deuda	75,0%	↑ 76,0% 1,0 p.p.	↑ 79,0% 3,0 p.p.
Desempleo	7,9%	↑ 8,1% 0,2 p.p.	↑ 8,3% 0,2 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



Rusia comenzaba la invasión de Ucrania en febrero de 2022. Al inicio de la invasión, el bloque Occidental en su conjunto levantó sanciones sin precedentes a Moscú para ahogar su economía.

Algunas instituciones internacionales como el FMI o el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo pronosticaron caídas de la economía rusa de entre un 8,5% y un 10%; que la inflación creciera un 24% y el desempleo un 9,3%.

No obstante, el país dirigido por Vladímir Putin aguantó el golpe y restringió el deterioro de la economía al 2,1%. El resto de los indicadores macroeconómicos también soportaron mejor de lo esperado el declive.

Pero la aproximación conservadora de la política fiscal y monetaria antes de la guerra y una buena calibración durante la misma ayudaron a Rusia en los momentos clave.

Además, el precio tan elevado de los hidrocarburos durante los últimos años mejoró los ingresos de las grandes exportaciones de materias primas rusas, a las cuales se le sumó una dilatación de las sanciones a estos productos por parte de países dependientes, muchos de ellos en Europa.

Las primeras oleadas de sanciones financieras inmovilizaron aproximadamente la mitad de las reservas internacionales de Rusia, unos 300.000 millones de dólares, que aislaron a parte del sector bancario ruso del SWIFT 6, lo que generó una salida masiva de capitales desde las fronteras rusas.

El rublo cayó en picado hasta el nivel más bajo de su historia, a 0,007 rublos por 1 dólar a comienzos de marzo de 2022. El Gobierno ruso y la autoridad bancaria del país introdujeron restricciones a las

transacciones de capital y por cuenta corriente para frenar el pánico.

Simultáneamente, el Banco de Rusia elevó su tipo de interés oficial al 20%, aunque bajo progresivamente el precio del dinero desde abril hasta rondar el 7,5%, para luego volver a subirlo al 8,5% en julio.

Estas medidas contribuyeron a estabilizar la situación en el mercado de divisas, lo que permitió detener el posible impacto inflacionista de la depreciación del tipo de cambio.

Moscú ha conseguido evitar la desestabilización macroeconómica y financiera, ha minimizado las pérdidas de producción y ha conservado recursos para continuar su agresión contra Ucrania durante el primer año de guerra y la primera parte de 2023.

No obstante, el devenir de la economía rusa está ligado al devenir de los precios energéticos, de la evolución de sus relaciones con China.

**La economía rusa crecerá un 2,5% en 2023, y continuará con su recuperación, elevándose el crecimiento al 2,8% en 2024**

El sector primario de la economía está asociado a la extracción de recursos naturales que no están sujetos a procesos complejos. La especificidad del sector primario de la economía radica en la interacción activa de la industria con el entorno externo (teniendo en cuenta la ubicación territorial de los recursos).

La economía rusa se caracteriza por el predominio del sector primario de la economía en la estructura del estado en el contexto de un nivel bastante alto de desarrollo industrial. El beneficio del sector

primario está formado principalmente por las siguientes industrias:

- Extracción de hidrocarburos (gas, petróleo, carbón): 63,37%.
- Agricultura, silvicultura, etc.: 4,4%.
- Extracción de otros minerales: 0,15%.

Rusia es un país agroindustrial, en el que la parte de las materias primas exportadas es una cuarta parte del ingreso nacional. Esto se debe a la gran concentración de recursos naturales en el territorio del estado.

Así, la ubicación geográfica y la presencia de grandes reservas de recursos contribuyen al desarrollo de la industria extractiva. A pesar de esto, Rusia necesita el desarrollo de los sectores secundario y terciario de la economía para aumentar el PIB. También para fortalecer la moneda nacional y expandir la producción.

El sector secundario está conformado por industrias que convierten las materias primas en productos elaborados aptos para el consumo directo. La participación del sector del petróleo y el gas (OGS) en la estructura del PIB de Rusia está en torno al 20%.

Los ingresos de Rusia se han visto impulsados por la subida de los precios del petróleo y las nuevas oportunidades de exportación a China, India y los Estados de Asia Central. Las importaciones se han recuperado, solo que ahora importan todos los bienes de consumo y manufacturados de China, Turquía, Asia Central y los Emiratos, y no de Occidente; hay que pagarlos en alguna moneda, pero nadie quiere rublos.

A medida que se prolonga la guerra, los crecientes déficits derivados del aumento del gasto militar, la caída de los ingresos por exportaciones energéticas y la creciente dependencia de las importaciones, principalmente tecnológicas, se han combinado para debilitar el rublo, y esto está provocando que el Kremlin se haya convertido en uno de los principales clientes del yuan chino.

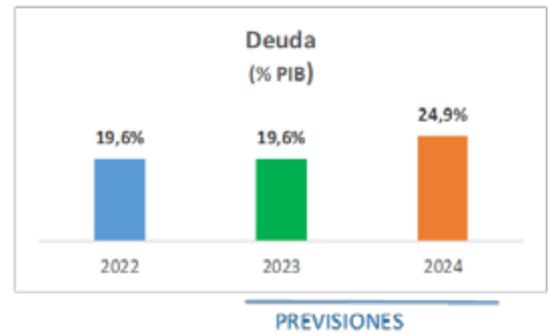
Otra de las razones que debilitan el rublo, es que, además de vender menos crudo a los países europeos, Rusia limita su exportación para apoyar los precios mundiales. El desempleo se mantiene bajo, la movilización de tropas podría tensionar las dinámicas del mercado laboral, debido a la partida de trabajadores cualificados.



Cuadro Macroeconómico

	2023	2024
Crecimiento PIB	2,5%	2,8%
Inflación	6,7%	5,3%
Déficit	-6,2%	-7,0%
Deuda/PIB	19,6%	24,9%
Desempleo	3,0%	3,4%
Tipo Interés	15,0%	13,5%
Tipo de Cambio (RUB/USD)	160,5	187,5
PMI	53,8%	49,0%

	2022	2023	2024
PIB	-3,3%	2,5% ↑ 5,8 p.p.	2,8% ↑ 0,3 p.p.
Inflación	12,4%	6,7% ↓ -5,7 p.p.	5,3% ↓ -1,4 p.p.
Déficit	-2,2%	-6,2% ↑ 4,0 p.p.	-7,0% ↑ 0,8 p.p.
Deuda	19,6%	19,6% = 0,0 p.p.	24,9% ↑ 5,3 p.p.
Desempleo	3,7%	3,0% ↓ -0,7 p.p.	3,4% ↑ 0,4 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



## SUDAFRICA

**Sudáfrica es la primera potencia económica del continente africano, sin embargo y a pesar de su buena imagen internacional, el país se enfrenta a una crisis sin precedentes.**

El desempleo alcanza un 32%, concentrado en la población negra. Los servicios públicos, la salud, la educación y el transporte no se encuentran en el mejor estado, todo ello agravado por la corrupción de las instituciones.

En estos momentos la situación económica del país es delicada debido a que el crecimiento ha sido reducido. La desaceleración económica responde a factores como la reducción de los precios de las materias primas, la peor sequía en cincuenta años y la disminución de la demanda de China, su mayor socio comercial.

El 40% del presupuesto sudafricano se destina a pagar a los funcionarios, debido a la concentración de la función pública y a las empresas del Estado.

Los problemas estructurales de Sudáfrica están bien documentados y tendrán un impacto a largo plazo en el potencial para el crecimiento económico del país. Las fuerzas cíclicas también impiden la mejora en el panorama económico que podría ayudar al gobierno a atajar esas limitaciones estructurales y a largo plazo sobre el crecimiento.

La actitud tanto de las empresas como de los consumidores está por los suelos. Solo con fijarnos en los sectores empresariales, vemos que hay una debilidad de forma generalizada.

La confianza en el sector de la venta minorista también ha caído, lo que refleja una baja confianza de los consumidores,

una tasa de paro del 33 % (cuyo porcentaje en la franja de edad de entre 18 y 24 años está cerca del 50 %) y unas ganancias que crecen de forma moderada y que están cayendo en cuanto a poder de compra.

Sin embargo, la producción, las finanzas, el sector inmobiliario y los servicios a las empresas han impulsado la economía. Se trata de un espectacular rendimiento de esta, teniendo en cuenta las presiones sobre la red eléctrica del país.

**Se trata de una economía que seguirá avanzando a trompicones y que no conseguirá mantener el impulso a corto plazo**

El hecho de que la mayor compañía eléctrica del país, Eskom, no pueda producir un suministro fiable de electricidad suscita incertidumbre económica y obstaculiza la toma de decisiones económicas, tales como la inversión en nuevas instalaciones o el atraer inversión extranjera directa.

Las entradas de capital extranjero son importantes para financiar un déficit por cuenta corriente actual que es probable que aumente en los próximos dos años.

La demanda interna continúa siendo débil, la demanda de los consumidores también sigue siendo baja, con una caída de las ventas del comercio minorista, junto con una alta tasa de paro, los consumidores tienen las manos atadas ante la caída del estándar de vida, la desigualdad de los ingresos, la falta de oportunidades de empleo y, recientemente, el aumento de los precios de los alimentos.

El superávit comercial mejoró gracias a las exportaciones de servicios y la mejora del turismo. Aun así, el déficit estructural de ingresos primarios y las débiles condiciones del mercado se prolongarán en la cuenta

externa, que tendrá que financiarse. Esto requiere flujos de capital extranjero, algo que todavía no está ocurriendo. Una compensación es el estado crediticio neto del país.

**La economía sudafricana crecerá un 1,8% en 2024, recuperándose de un crecimiento más lento, 0,9% en 2023**

A pesar de las mejoras en su déficit tras la COVID, Sudáfrica está viendo como su posición fiscal comienza a deteriorarse, en parte debido a la debilidad de los precios de los mercados, que también han afectado a los impuestos de sociedades.

En general, una economía débil reducirá las recaudaciones de impuestos totales, lo que aumenta el riesgo de ampliar el déficit fiscal. El deterioro del déficit y el aumento de la ratio de deuda/PIB aumenta el riesgo de que las agencias de calificación tomen acciones. Los precios de los alimentos también podrían propiciar el aceleramiento de nuevo.

Sudáfrica, un país con inseguridad alimentaria, es importador neto de trigo y cereales. Con Rusia diciendo que no permitirá que Ucrania exporte su grano, la geopolítica podría impactar sobre el suministro de los precios de los alimentos en Sudáfrica.

Pero hay al menos dos catalizadores que actúan como impulso positivo, la mejora de la inflación y las inversiones de electricidad en el sector privado. La inflación ha mejorado y podría permitir que el SARB frenase el rally de tipos de interés.

Por otro lado, la inversión en electricidad es probablemente el catalizador más significativo para el crecimiento. Una fuente fiable de energía supondría un impulso para la confianza.

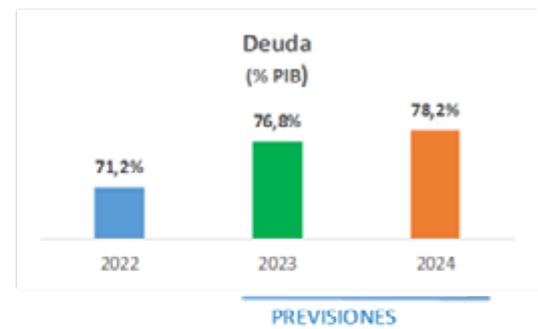
**A pesar de los avances en la economía sudafricana, es importante señalar que persisten múltiples desafíos que deben abordarse para garantizar una recuperación sostenible y equitativa. La pandemia de coronavirus ha dejado una huella significativa en la economía del país, y aunque el crecimiento es alentador, todavía es crucial continuar implementando políticas efectivas y estrategias para fortalecer la economía y abordar las disparidades sociales y económicas que enfrenta Sudáfrica**



**Cuadro Macroeconómico**

	2023	2024
Crecimiento PIB	0,9%	1,8%
Inflación	5,4%	5,3%
Déficit	-4,7%	-4,9%
Deuda/PIB	76,8%	78,2%
Desempleo	33,0%	33,5%
Tipo Interés	8,25%	8,25%
Tipo de Cambio (ZAR/USD)	18,3	18,8
PMI	45,4	51,0

	2022	2023	2024
PIB	1,9%	0,9% ↓ -1,0 p.p.	1,8% ↑ 0,9 p.p.
Inflación	7,0%	5,4% ↓ -1,6 p.p.	5,3% ↓ -0,1 p.p.
Déficit	-4,5%	-4,7% ↑ 0,2 p.p.	-4,9% ↑ 0,2 p.p.
Deuda	71,2%	76,8% ↑ 5,6 p.p.	78,2% ↑ 1,4 p.p.
Desempleo	32,7%	33,0% ↑ 0,3 p.p.	33,5% ↑ 0,5 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

 **TURQUÍA**

La economía turca ha seguido registrando tasas de inflación muy elevadas, aunque decrecientes, desde finales de 2022, y la actividad económica se ha desacelerado. Todo ello en un contexto de cuantiosas necesidades de financiación exterior, endeudamiento en moneda extranjera y reducidas reservas internacionales.

La política fiscal mantuvo sus cuentas saneadas en 2022, pero se han deteriorado en 2023 y la tendencia continuará en 2024. En política monetaria, el banco central de Turquía recortó el tipo de interés oficial y se estima que cerrará 2023 en un 35%.

La característica más destacada de la economía turca ha seguido siendo su muy elevada inflación, si bien, tras alcanzar un máximo del 85% interanual en octubre de 2022, se ha ido reduciendo de forma significativa, hasta situarse en el 39,6% en mayo de 2023, muy lejos todavía del rango objetivo anual de medio plazo del Banco Central de la República de Turquía (BCRT), del 5% +/-2 puntos porcentuales.

Por componentes, la moderación de la inflación se debe, en gran medida, a los precios de la energía y de los alimentos, que han mostrado importantes correcciones desde los máximos registrados en 2022.

La moderación de la inflación, respecto a 2022, se debe también a efectos base, por la estabilización del tipo de cambio tras la fuerte depreciación que experimentó la lira entre finales de 2021 y mediados de 2022, que encareció los precios de importación.

También la mejoría en los problemas en las cadenas de suministro globales y los menores costes de transporte han contribuido a una menor inflación.

Sin embargo, algunos factores internos han seguido impulsando la inflación al alza, como la fortaleza del consumo privado, apoyada por el boyante crecimiento nominal del crédito, y los aumentos del salario mínimo (del 55% en enero de 2023) y de los salarios de los empleados públicos (del 30% en la primera mitad de 2023).

Existe incertidumbre sobre la evolución futura del tipo de cambio, con un aumento reciente de las presiones sobre la lira, se suman los posibles efectos inflacionarios de las nuevas medidas de gasto público, como el aumento del 36% de la pensión mínima a mediados de 2023 o el nuevo aumento del salario mínimo del 45% en julio de 2023 y el efecto adverso sobre los precios de los alimentos derivado de los terremotos de febrero, que se produjeron en importantes zonas agrícolas.

La estrategia de dolarización de las autoridades turcas, que busca aumentar el peso de la lira en los activos y pasivos financieros, ha contribuido a esta mayor estabilidad de la lira turca y de otros activos financieros, así como al descenso de la dolarización de los depósitos.

La economía turca mostró una desaceleración ya, en la segunda mitad de 2022, y el primer trimestre de 2023, la fuerte desaceleración de la inversión y a la contribución negativa de las exportaciones netas, lastradas por la apreciación real del tipo de cambio, mientras que el consumo privado mantuvo un dinamismo más elevado, gracias al buen comportamiento del empleo y de los salarios, como se ha mencionado antes, así como al impulso fiscal expansivo derivado, entre otros factores, de las medidas adoptadas para

proteger a los hogares de los altos precios de la energía.

**La economía turca crecerá un 3,7% en 2023, para desacelerarse a un 2% en 2024.**

En cuanto a los desequilibrios externos de Turquía, el déficit de la balanza por cuenta corriente se ha ampliado sustancialmente en 2023, hasta alcanzar un 6,2% del PIB.

El deterioro de los últimos meses se explica, en general, por el mayor dinamismo de las importaciones que de las exportaciones, afectadas por la pérdida de competitividad real de la lira, a pesar de la significativa reducción del déficit energético, por el descenso de los precios de la energía, y de la fortaleza de los ingresos por turismo.

Dentro de las importaciones, destaca la importancia cada vez mayor de las importaciones de oro, demandado en buena medida como activo refugio frente a la inflación.

En 2023, se ha registrado un deterioro notable del déficit público, que se espera que continúe en 2024, debido, entre otros factores, a la propia desaceleración económica y la moderación de la inflación, que ralentizarán los ingresos públicos, junto con las medidas de estímulo fiscal.

El Banco Central de Turquía ha subido en octubre de 2023 los tipos de interés (Repo a 1 semana) en 500 puntos básicos hasta el

35,00%, retornando a una política más ortodoxa. Aun así, los tipos de interés reales de corto plazo siguen negativos. El banco central decidió continuar con el endurecimiento de la política monetaria para establecer un rumbo desinflacionario lo más pronto posible, anclar las expectativas de inflación y controlar el deterioro en el comportamiento en la fijación de precios.

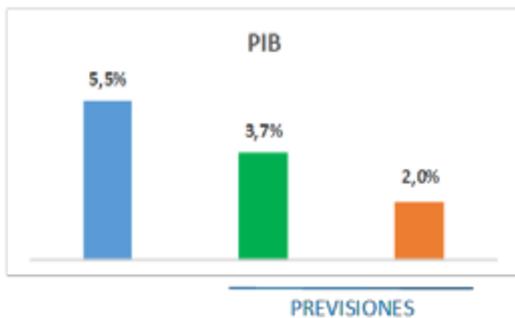
El banco sigue actuando con diferentes mecanismos para promover el aumento de los depósitos en liras y, por tanto, fortalecer la transmisión de la política monetaria. En este sentido, el comité seguirá tomando medidas de restricción cuantitativa y restricción selectiva del crédito para apoyar la postura monetaria.



Cuadro Macroeconómico

	2023	2024
Crecimiento PIB	3,7%	2,0%
Contrib. D. Doméstica	7,1%	0,5%
Contrib. Consumo Privado	6,1%	0,4%
Contrib. Inversión Total	0,9%	0,1%
Contrib. Consumo Público	0,1%	0,0%
Contrib. D. Externa	-3,4%	1,5%
Inflación	61,2%	35,9%
Déficit	-2,5%	-3,1%
Deuda/PIB	32,5%	33,4%
Desempleo	10,2%	10,6%
Tipo Cambio (TRY/USD)	28,7	31,2
Tipo Interés	35,00%	35,75%
PMI	48,4	51,8

	2022	2023	2024
PIB	5,5%	3,7% ↓ -1,8 p.p.	2,0% ↓ -1,7 p.p.
Inflación	77,4%	61,2% ↓ -16,2 p.p.	35,9% ↓ -25,3 p.p.
Deuda	31,2%	32,5% ↑ 1,3 p.p.	33,4% ↑ 0,9 p.p.
Desempleo	10,1%	10,2% ↑ 0,1 p.p.	10,6% ↑ 0,4 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



### La economía mexicana crecerá un 3,2% en 2023 y un 2,6% en 2024

El consumo privado permaneció fuerte en 2023. Asimismo, la inversión se ha mostrado dinámica, impulsada en parte por el proceso de relocalización de las cadenas de producción globales (nearshoring). No obstante, las exportaciones están cayendo, debido a la desaceleración de la demanda global y especialmente la de los Estados Unidos. La producción industrial se sitúa con un crecimiento cercano al 5,0%, gracias a la construcción (infraestructuras principalmente), fabricación de automóviles y producción de petróleo.

#### ***El crecimiento ha sido impulsado principalmente por tres factores:***

- ***La inversión, tanto nacional como extranjera, se ha incrementado en sectores como infraestructura, manufactura y servicios.***
- ***La finalización de proyectos que habían sido retrasados o pospuestos en años anteriores está dando un empuje al crecimiento.***
- ***El nearshoring, es decir, la relocalización de empresas extranjeras en México por su cercanía geográfica a su principal mercado se ha acelerado en los últimos años. Se espera que esta tendencia continúe.***

El sector manufacturero se ha visto particularmente beneficiado por la ola de nearshoring, con crecimiento de dos dígitos en los últimos trimestres. Sectores como el automotor, electrónico, de dispositivos médicos y aeroespacial han registrado fuertes incrementos en producción y exportaciones.

Por otra parte, la inflación continúa su senda de moderación, aunque sigue lejos de la banda objetivo. La inflación subyacente sigue alta. Por rubros principales, la alimentación sube cerca del 8,5%, la vivienda un 3,6%, los combustibles un 2,0%, y el precio de los vuelos ha vuelto a aumentar (10,0%).

De esta forma, se prevé que la inflación pueda seguir moderándose, pero el reciente repunte del petróleo añadido a los costes financieros más altos puede alterar

esta tendencia, haciendo más complejo alcanzar la banda objetivo del banco central.

El Banco de México, en su reunión de septiembre de 2023, mantuvo los tipos de interés de referencia en 11,25%. Como se señaló anteriormente, el proceso de desinflación sigue en marcha, pero la inflación subyacente sigue alta, y eso podría llevar al banco central a no tener prisa en comenzar el proceso de reducción de los tipos de interés de política monetaria.

Mientras tanto, dados los tipos de interés reales positivos (en torno al 7,0%) y los importantes flujos de inversión extranjera directa y de cartera hacia la economía mexicana, el peso presentó un proceso de revalorización que, hasta final de agosto de 2023, lo llevó cerca de los 17 pesos/dólar.

No obstante, esta situación podría revertirse, en el corto plazo, como consecuencia de que, por una parte, los tipos de interés de política monetaria parecen haber llegado a un tope en México mientras que en Estados Unidos podría haber aún una subida más en lo que resta del año y, por la otra, que los acontecimientos geopolíticos recientes podrían alterar los flujos de inversión de cartera; situación que ya se ha observado con cierto retroceso en el valor del peso frente al dólar.

El principal riesgo de corto plazo para la economía mexicana sería una recesión fuerte en los Estados Unidos durante el primer trimestre de 2024, lo que contagiaría a la producción industrial.

Por lo demás, las perspectivas parecen ser, en general, positivas, aunque con una desaceleración del crecimiento, dados los elevados niveles de inversión por el efecto del nearshoring, un esperable cambio de ciclo en la política monetaria, niveles de confianza mejorando, y una moneda que se apreciará respecto al dólar estadounidense que contribuye al proceso desinflacionario.

El consumo sigue siendo resistente, impulsado por el aumento de los salarios reales, el empleo y la menor tasa de ahorro entre los ingresos más altos. La inversión muestra un desempeño positivo favorecido por la inversión pública y el rápido crecimiento de las importaciones, componente de maquinaria y equipo, con vistas a la normalización de la producción.

El mayor dinamismo de la demanda interna en el segundo semestre de 2023 proporciona un mejor punto de partida para la actividad económica en 2024, junto con la situación de EE.UU.

El empleo formal seguirá siendo fuerte durante 2023 y continuará siendo así en 2024, aunque con un incremento de la tasa de desempleo. El mercado seguirá siendo robusto durante todo el año, apuntalando la masa salarial total.

El paquete económico de 2024 no dará lugar a desequilibrios presupuestarios significativos el próximo año, a pesar de que propone un objetivo del -1,2% del PIB para el déficit primario. Sin embargo, en este sentido, se imponen retos importantes para la próxima administración.

La disminución de la inflación está siendo impulsada ahora por la menor inflación de las mercancías; se anticipa una desaceleración de la inflación subyacente en los próximos meses. Así mismo, se anticipa que tanto la inflación general como la subyacente se ubicarán por debajo de 4.0% en 2024. La inflación cerrará 2023 en un 4,6% y 2024 en un 3,9%.

De acuerdo con la tendencia a la baja de la inflación, consideramos justificado evitar un nuevo aumento de la tasa real, pero se retrasa el inicio de un ciclo de recortes de tasas al primer semestre de 2024, para alcanzar un nivel de 9,5% al cierre del año.

Tasas más altas por más tiempo a lo largo de la curva de rendimientos, debido al retraso del ciclo de flexibilización de Banxico, pero disminuyendo gradualmente, descontando el eventual ciclo de flexibilización monetaria.

Se espera que el tipo de cambio sea de 17,5 pesos por dólar para diciembre de 2023, apreciándose ligeramente en 2024, hasta 17,1 pesos por dólar.

Cuadro Macroeconómico		
	2023	2024
Crecimiento PIB	3,2%	2,6%
Contrib. D. Doméstica	7,2%	1,8%
Contrib. Consumo Privado	2,7%	0,6%
Contrib. Inversión Total	3,7%	1,1%
Contrib. Consumo Público	0,7%	0,1%
Contrib. D. Externa	-4,0%	0,8%
Inflación	4,6%	3,9%
Déficit	-3,5%	-4,9%
Deuda/PIB	46,5%	48,8%
Desempleo	3,2%	3,8%
Tipo Cambio (MXN/USD)	17,5	17,1
Tipo Interés	11,25%	9,50%
PMI	52,1	51,0

	2022	2023	2024
PIB	3,9%	3,2% ↓ -0,7 p.p.	2,6% ↓ -0,6 p.p.
Inflación	8,0%	4,6% ↓ -3,4 p.p.	3,9% ↓ -0,7 p.p.
Déficit	-3,2%	-3,5% ↑ 0,3 p.p.	-4,9% ↑ 1,4 p.p.
Deuda	49,4%	46,5% ↓ -2,9 p.p.	48,8% ↑ 2,3 p.p.
Desempleo	3,0%	3,2% ↑ 0,2 p.p.	3,8% ↑ 0,6 p.p.



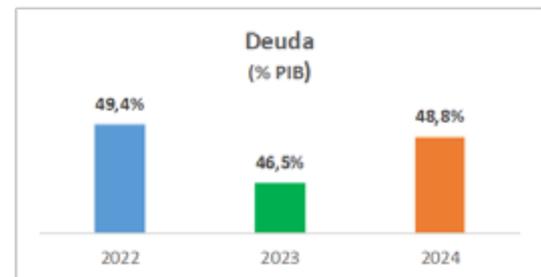
PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES

Fuente: Elaboración Propia



## ARGENTINA

El país acaba de concluir su proceso electoral que ha dado como vencedor con casi un 56% de los votos, y, por tanto, nuevo presidente, a Javier Milei, el excéntrico economista liberal, derrotando al candidato peronista, y ministro de economía hasta la fecha, Sergio Massa.

Argentina está atravesando un momento difícil en su economía, la inflación acumulada interanual se estima cierre 2023 en 169%, y **las perspectivas económicas no son alentadoras, mientras que el Producto Bruto Interno cerrará 2023 con una caída de un 2,2%.**

La respuesta de Argentina a esta alta inflación se ha traducido en una tasa de interés del Banco Central que ha alcanzado el pico del 133%, la más alta a nivel mundial, aunque en términos reales sigue siendo negativa. Con un déficit fiscal sin financiación y una serie de precios congelados o retrasados hasta después de las elecciones presidenciales de octubre, la economía enfrenta desafíos considerables.

**La economía de Argentina entrará en recesión en 2023, con una contracción del -2,2% al cierre de 2023, y se proyecta que este deterioro tendrá un efecto arrastre hasta 2024, cuando se estima una caída del PIB del -1,8%.**

Argentina necesita un plan de estabilización económica que baje el déficit fiscal, recortando unos tres o cuatro puntos del PBI; que avance una reforma laboral y una reforma tributaria y, además, que se simplifiquen los procesos de exportación.

Las devaluaciones en mercados emergentes han venido acompañadas de subidas de tasa de interés y por ende una caída en la actividad, las exportaciones y el producto bruto interno. En el caso de Argentina, que

históricamente ha contraído deuda en dólares en mercados internacionales para financiar déficits fiscales, las devaluaciones solo han generado mayor presión cambiaria, mayor inestabilidad económica, mayor volatilidad y salida de capitales e inversiones de manera sustancial.

En 2001, luego de la mega devaluación, Argentina sufrió la mayor caída económica de su historia. En 2018 luego de una devaluación mayor al 100%, terminó con la caída del PBI y en 2019 volvió a enfrentar un default en los mercados internacionales.

**Ante esta situación, Argentina se está planteando dolarizar su economía. A medida que la pérdida del valor del peso argentino se profundiza, abundan los debates sobre cómo detenerla y, consecuentemente, generar las condiciones para controlar una inflación que ya viaja por encima del 113% interanual.**

No es la primera vez que el país atraviesa un periodo de alta inflación. Pero los porcentajes actuales son los más elevados de las últimas tres décadas, cuando Argentina se enfrentaba a una hiperinflación que derivó en el programa de convertibilidad que igualaba el valor del peso con el del dólar.

**Milei sostiene** que es la única forma de terminar con la inflación y generar un shock que derive en una revalorización de producción y salarios en dólares. Imagina una conversión más cercana a la cotización que hoy tiene el dólar blue (730 pesos por cada dólar canjeado).

**Hay voces que consideran que la conversión que propone Milei no es factible.** Argumentan que, si el canje de

dólares por pesos no se hiciera a un valor cercano al del mercado actual y se termina calculando, como teme la mayoría, a partir de la división entre la base monetaria y los dólares disponibles en las reservas del Banco Central, el resultante sería mucho mayor.

Pero, ¿cómo sería un proceso de dolarización? Para llevar a cabo este programa no hay mucho misterio, es necesario rescatar el total de los pesos que circulan en la economía y entregar a cambio dólares para todas las operaciones.

Sobre lo que surgen interrogantes es cómo hacerlo y qué tipo de cambio resultaría de esa conversión.

**La dolarización como concepto es muy atractiva, pero su instrumentación es muy difícil. No se trata solamente de convertir los billetes circulantes, sino también préstamos y depósitos. No es algo tan automático, tiene que haber un sistema de apoyo para lograr ese cambio.**

La hasta ahora indomable inflación argentina encontraría un cauce más razonable si se dolarizara la economía, mientras que otros advierten de posibles efectos perniciosos en el corto plazo. Entre otros, que el Banco Central perderá

en ese caso su capacidad de influir en la política monetaria, porque ya no tendrá capacidad para emitir moneda y desaparecería como prestamista de última instancia.

Para alcanzar la estabilidad económica se debería buscar el superávit primario para el sector público y una cuenta corriente superavitaria, incrementando las reservas internacionales en manos del Banco Central.



Fuente: Elaboración Propia

El impacto en la actividad y el empleo por la reducción en el gasto sería bajo, ya que estaría compensado por el crecimiento de muchos sectores de la economía. Al eliminar la financiación del gasto corriente, sólo sería necesario encontrar financiación para el pago de intereses y capital.

En el corto plazo y con apoyo del electorado, un plan de ordenamiento de las cuentas públicas le abriría el mercado internacional de crédito al país, permitiendo el rollover de la deuda nominada en moneda extranjera y moneda doméstica, como ya ha sucedido en muchos casos exitosos de estabilización.

La ausencia de déficit primario y la obtención de crédito, eliminaría la necesidad de emisión monetaria, y, por lo tanto, se lograría la reducción de la inflación y de la depreciación de la moneda, de manera paulatina.

**El problema es que la economía argentina no está lista para ser dolarizada de un día para otro. El país vive ya en una economía totalmente dolarizada**

Las grandes operaciones como la compraventa de vivienda y negocios o la adquisición de bienes y servicios como automóviles y viajes operan en esta divisa. Además, los precios se ajustan constantemente en función de cómo fluctúe el precio del dólar en los mercados.

El país no cuenta con reservas de dólares suficientes para llevar a cabo su plan de dolarizar la economía. Las arcas del BCRA contaban con una reserva a 12 de octubre de 2023 de 25.225 millones de dólares, para una población de casi 48 millones de personas.

Al tipo de cambio actual, haría falta disponer de liquidez por valor de unos 27.000 millones de dólares para dolarizar la economía. El problema es que las reservas del Banco Central no están disponibles para este cambio; Argentina está sumida en una profunda deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que asciende a los 44.500 millones de dólares. Y a eso hay que añadir una larga lista de deudas privadas y la necesidad de importar bienes de consumo y producción básicos, para lo que están reservados muchos de esos dólares.

Por tanto, si se activase el proceso de dolarización, la población no podrá disponer de su dinero en líquido. Esto abocaría al país hacia una situación que ya conoce, un Corralito. La única opción, ahora mismo, sería una crisis monetaria para que la dolarización fuera más barata. Si el tipo de cambio se triplicara hasta los 2.824 pesos por dólar solo harían falta 10.000 millones para dolarizar la economía, cuanto más alto esté el dólar, más fácil será dolarizar.

El país tiene un enorme potencial en la producción de hidrocarburos, minerales y commodities agrícolas. Si se implementaran políticas macro prudentes, en un marco de estabilidad institucional, se podría crear un puente entre la necesidad de corto plazo con el potencial de largo plazo.

Argentina, país líder en commodities, se enfrenta a elevadas tasas de interés, tipos de cambio múltiples, cambio de reglas de juego y altos impuestos al comercio exterior que complican su agricultura. El desabastecimiento de combustibles es otra cuestión preocupante, ya que es un insumo fundamental para la producción agrícola y el traslado de los granos hasta los puntos de consumo interno y los puertos de exportación.

El tipo de cambio oficial se estima en 572,3 pesos por dólar en 2023 y 870,4 en 2024, lo que implica una devaluación del 52%. En el caso del dólar CCL, hablamos de 899 pesos por dólar en 2023 y 993 en 2024.

El dólar CCL o dólar Contado con Liquidación es un tipo de cambio financiero utilizado ampliamente en Argentina, junto con el dólar MEP. Esta modalidad permite el cambio de pesos por dólares a través de la compra-venta de acciones o títulos de deuda que cotizan tanto en el país como en el exterior. El dólar CCL se ha convertido en una opción atractiva para empresas e inversionistas, ya que les permite adquirir divisas y sacarlas del país de forma legal.

El funcionamiento del dólar contado con liquidación es relativamente sencillo. Se inicia con la compra en pesos de acciones o títulos de deuda en el mercado local, para luego transferirlos a una cuenta en el exterior y finalmente venderlos por dólares.



**Cuadro Macroeconómico**

	2023	2024
<b>Crecimiento PIB</b>	-2,2%	-1,8%
<b>Contrib. D. Doméstica</b>	-1,3%	-3,0%
Contrib. Consumo Privado	-0,5%	-1,7%
Contrib. Inversión Total	-0,9%	-0,9%
Contrib. Consumo Público	0,1%	-0,4%
<b>Contrib. D. Externa</b>	-0,9%	1,2%
<b>Inflación</b>	169,0%	115,0%
<b>Déficit</b>	-4,5%	-3,3%
<b>Deuda/PIB</b>	86,6%	85,0%
<b>Desempleo</b>	7,8%	7,5%
<b>Tipo Cambio (ARS/USD)</b>	572,3	870,4
<b>Tipo Interés</b>	133,0%	90,0%

	2022	2023	2024
<b>PIB</b>	5,0%	-2,2% ↓ -7,2 p.p.	-1,8% ↑ 0,4 p.p.
<b>Inflación</b>	91,8%	169,0% ↑ 77,2 p.p.	115,0% ↓ -54,0 p.p.
<b>Déficit</b>	-3,8%	-4,5% ↑ 0,7 p.p.	-3,3% ↓ -1,2 p.p.
<b>Deuda</b>	84,5%	86,6% ↑ 2,1 p.p.	85,0% ↓ -1,6 p.p.
<b>Desempleo</b>	6,3%	7,8% ↑ 1,5 p.p.	7,5% ↓ -0,3 p.p.



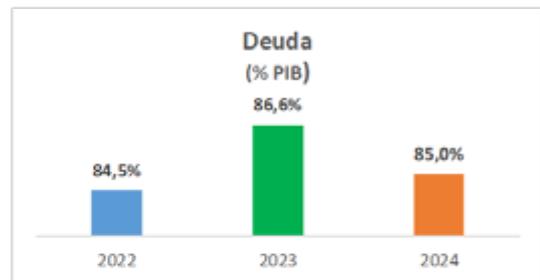
PREVISIONES



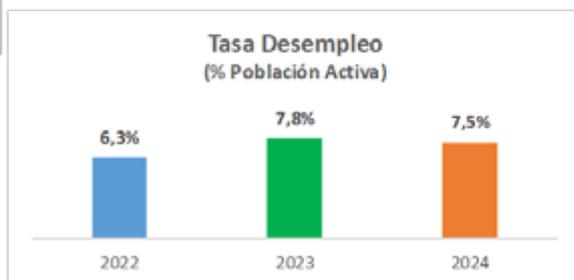
PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES

Fuente: Elaboración Propia



## COLOMBIA

Las elecciones presidenciales de Colombia en junio de 2022 resultaron en la victoria de Gustavo Petro de la coalición de izquierda Pacto Histórico. La popularidad del presidente Gustavo Petro en Colombia no pasa por su mejor momento luego de los últimos escándalos políticos y está registrando los valores más bajos desde que asumió el poder en agosto de 2022. Ahora, la aprobación del mandatario ronda el 32%.

Colombia tiene un historial de gestión macroeconómica y fiscal prudente, anclado en un régimen de inflación objetivo, un tipo de cambio flexible y un marco fiscal basado en una regla fiscal moderna, que proveen una buena base para asegurar la estabilidad macroeconómica.

El PIB creció sólidamente a una tasa de 7,3% en 2022, pero la economía se sobrecalentó con la actividad operando por encima de su potencial, una inflación acelerada, y un alto déficit de cuenta corriente.

A medida que el rebrote del consumo reprimido durante la pandemia se desvanezca, las políticas monetaria y fiscal sigan en terreno contractivo, y la demanda externa se mantenga débil, se prevé que el PIB solo crecerá 1,4% en 2023 y que la economía se dirigirá a un aterrizaje suave, lo cual es necesario para corregir el surgimiento de desequilibrios internos y externos. Se prevé que el crecimiento aumente gradualmente a 2,0% en 2024, conforme la demanda externa se reactive, y la inflación y las tasas de interés disminuyan.

El crecimiento del PIB será moderado, tras una prolongada recuperación que elevó la producción por encima de su potencial. El consumo y la inversión seguirán siendo moderados, en vista del endurecimiento de las políticas macroeconómicas y de la

fragilidad de la economía mundial, sobre todo en 2023. La inflación medida por el IPC empezó a descender en el segundo trimestre de 2023 y se prevé que siga disminuyendo, pero no llegará a alcanzar el objetivo hasta 2025. El principal riesgo bajista es el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, junto con los desequilibrios externos ya existentes.

La inflación alcanzó 13,1% a final del 2022 explicada por la fuerte demanda interna, la inercia de la inflación, la indexación de rentas, las pérdidas de cultivos por las fuertes lluvias, y la depreciación del peso colombiano.

La política monetaria seguirá siendo restrictiva para reducir la inflación y volver a anclar las expectativas inflacionarias. La consolidación fiscal prevista es necesaria para garantizar el cumplimiento de las reglas fiscales. En vista de los riesgos existentes, sería prudente crear colchones fiscales adicionales.

Entretanto, las recientes reformas tributarias aportan margen fiscal para las reformas propuestas en materia de pensiones y salud, las cuales abordan unas desigualdades persistentes desde hace tiempo y una baja cobertura de la protección social. Disminuir la informalidad y la promover la igualdad de género situaría a Colombia en la senda de un crecimiento más inclusivo.

El endurecimiento de las condiciones financieras externas ha aumentado la presión sobre los precios de los activos colombianos y su volatilidad. Colombia depende en gran medida de la inversión extranjera directa (IED) para financiar su gran déficit por cuenta corriente y complementar el mercado interno de

deuda pública. Las elevadas tasas de interés tras el endurecimiento de las políticas han contribuido a elevar los costos del servicio de la deuda.

El aumento de los precios mundiales del petróleo incrementaría los ingresos exteriores y fiscales, si bien las subvenciones a los combustibles atenúan las ganancias fiscales netas.

**Se espera que el banco central haya llegado al final de su ciclo de endurecimiento, toda vez que la tasa oficial se sitúa en el 13,25%**

Se prevé que a principios de 2024 la tasa oficial empiece a bajar. Tras dos años sucesivos de importante endurecimiento fiscal, se estima que el déficit fiscal alcanzará el 3,8% del PIB en 2023, ligeramente por debajo del límite estipulado por la senda de reducción de deuda de la regla fiscal.

**El crecimiento se moderará de manera considerable en 2023.** El endurecimiento fiscal, las elevadas tasas de interés, la aplicación de requisitos de financiación más estrictos y una inflación aún elevada lastrarán la inversión y el consumo.

Las exportaciones reforzarán el crecimiento y el saldo por cuenta corriente, si bien las exportaciones de bienes se ven limitadas por la fragilidad de las perspectivas mundiales.

**A partir de 2024, el descenso de la inflación, la ralentización del endurecimiento fiscal y el inicio de la relajación monetaria mejorarán la demanda interna.**

Se prevé que el empleo mantenga una relativa resiliencia, dado que las empresas se han mostrado prudentes a la hora de recomponer sus plantillas tras la pandemia.

**El gran déficit dual de Colombia, fiscal y por cuenta corriente, hace que la economía sea especialmente vulnerable ante un endurecimiento de las condiciones**

**financieras mundiales;** las reducciones previstas de los déficits disminuirían estos riesgos. Un endurecimiento financiero adicional en las economías avanzadas podría ejercer más presión sobre una tasa de cambio ya de por sí volátil.

En cuanto a la deuda, el gobierno seguirá avanzando en la reducción del endeudamiento. Se espera que la deuda neta como porcentaje del PIB caiga hasta el 55,8% en 2023, pero aumente hasta el 57,1% en 2024.

El aumento de la deuda neta se debe a menores activos financieros tras el pago de las obligaciones de deuda relacionadas con el plan de amortizaciones interno y externo en 2024.

El desequilibrio continúa en las cuentas externas. Hemos observado una disminución del déficit en cuenta corriente, que estuvo impulsada principalmente por un menor déficit comercial.

Un menor déficit por cuenta corriente es una clara señal de desaceleración económica. Hemos visto una fuerte corrección en las importaciones, destacando el deterioro de la demanda interna. Los efectos contractivos de los ciclos de ajuste monetario nacional e internacional seguirán sintiéndose cada vez más, lo que significa que la desaceleración del consumo y la inversión continuará.

Ahora se espera que el déficit por cuenta corriente se reduzca a 4,8% del PIB en 2023, impulsado por la disminución gradual del déficit comercial. Esta tendencia debería

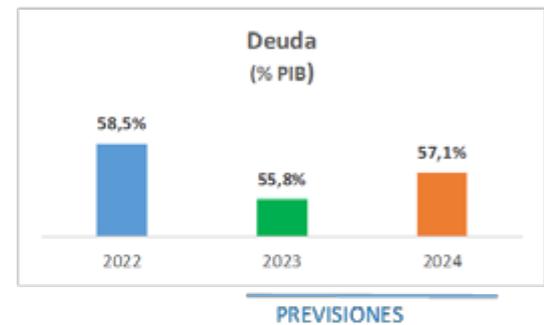
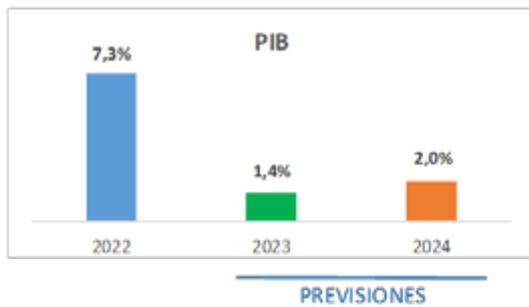
continuar el próximo año, por lo que se estima un déficit por cuenta corriente del 4,7% del PIB en 2024.



**Cuadro Macroeconómico**

	2023	2024
Crecimiento PIB	1,4%	2,0%
Inflación	10,5%	5,3%
Déficit	-4,4%	-4,8%
Deuda/PIB	55,8%	57,1%
Desempleo	10,6%	10,5%
Tipo Interés	13,25%	9,25%
Tipo de Cambio (COP/USD)	4.190,0	4.640,0

	2022	2023	2024
PIB	7,3%	↓ 1,4% -5,9 p.p.	↑ 2,0% 0,6 p.p.
Inflación	13,1%	↓ 10,5% -2,6 p.p.	↓ 5,3% -5,2 p.p.
Déficit	-5,5%	↓ -4,4% -1,1 p.p.	↑ -4,8% 0,4 p.p.
Deuda	58,5%	↓ 55,8% -2,7 p.p.	↑ 57,1% 1,3 p.p.
Desempleo	11,2%	↓ 10,6% -0,6 p.p.	↓ 10,5% -0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

 **INDONESIA**

**La economía indonesia mantiene un elevado ritmo de crecimiento, superior al 5% en 2023, desacelerándose ligeramente hasta un 4,8% en 2024**

La inflación se modera, pero parece haber tocado fondo en el 3%. Los mercados de divisas y de financiación externa, constituyen los puntos de mayor riesgo de corto plazo para la economía indonesia.

La balanza comercial es muy positiva, gracias a las exportaciones agrícolas y de minerías. El índice de gestores de compras manufacturero (PMI) cerrará 2023 en un 51,5.

Las ventas al por menor han crecido, y las ventas de automóviles se han estabilizado por encima de las 80 mil unidades por mes. La producción industrial está más volátil, pero en niveles medios de los últimos 3 años.

Se espera que el consumo mantenga sus niveles de crecimiento, mientras que las exportaciones e importaciones se debilitarían por la desaceleración mundial y el endurecimiento generalizado de las condiciones financieras en muchos países.

**De esta forma, la previsión de crecimiento económico en Indonesia se sitúa en 5,1% para 2023 y 4,8% en 2024.**

El Banco Central de Indonesia mantiene el tipo de interés elevado, se espera que cierre 2023 en un 6%, con el objeto de mantener la inflación dentro del rango de  $3,0\% \pm 1\%$  en 2023 y de  $2,5\% \pm 1\%$  en 2024. Tiene también como objetivo reforzar la estabilidad de la rupia ante la incertidumbre actual en los mercados financieros mundiales.

Mientras tanto, el banco central sigue orientando la política macro prudencial acomodaticia hacia la reactivación de los

préstamos bancarios/financiación a las empresas a través de incentivos de liquidez, con especial atención a la industria transformadora, la vivienda y el turismo.

Los riesgos de corto plazo para la economía de Indonesia podrían provenir de la incertidumbre de los mercados financieros mundiales, y especialmente de divisas, ya que la política monetaria de la Reserva Federal podría llevar a choques de divisas en los mercados emergentes.

La balanza por cuenta corriente sigue en positivo, cerca del 0,7% del PIB (aunque las exportaciones se moderaron, las importaciones bajaron más), y sigue con una tendencia de mejora. El tipo de cambio ha estado depreciándose desde mayo de 2023, situándose en torno a 15.650 IDR/USD a finales de 2023.

La subida de los tipos de interés de la deuda externa en dólares es un desafío para todos los países emergentes a la hora de renovar esas emisiones de deuda, y una cierta inestabilidad en los mercados internacionales de financiación sería un desafío para Indonesia.

El presupuesto de 2023 ha tenido como objetivo mantener el déficit fiscal por debajo del techo del 3 por ciento, que es apropiada y factible dada la recuperación en curso.

El presupuesto de las autoridades para 2023 tenía como objetivo un déficit del 2,8 por ciento del PIB. Pero con la importante consolidación anticipada en 2022 y al cerrar la brecha de producción, se proyecta un déficit menor.

Los riesgos para la sostenibilidad de la deuda están bien contenidos. Con el anclaje del déficit de nuevo en su lugar, la deuda pública se espera que disminuya gradualmente del 40,1 % del PIB en 2022 al 39,9% en 2023 y al 39,2% en 2024,

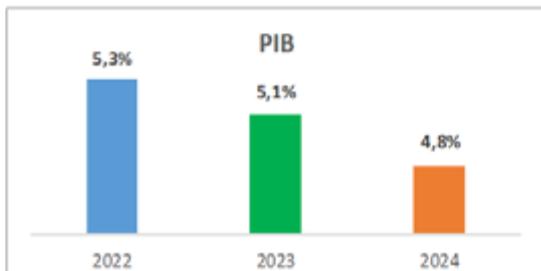
impulsado principalmente por un diferencial favorable entre las tasas de interés y el crecimiento. Las necesidades de financiación bruta, se mantendrán en torno al 5% del PIB a mediano plazo.



**Cuadro Macroeconómico**

	2023	2024
Crecimiento PIB	5,1%	4,8%
Inflación	2,7%	2,3%
Déficit	-1,7%	-1,7%
Deuda/PIB	39,9%	39,2%
Desempleo	5,3%	5,0%
Tipo Interés	6,00%	5,00%
Tipo de Cambio (IDR/USD)	15.650,0	16.070,0
PMI	51,5	53,0

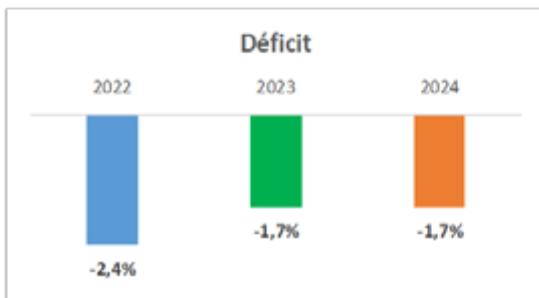
	2022	2023	2024
PIB	5,3%	5,1% ↓ -0,2 p.p.	4,8% ↓ -0,3 p.p.
Inflación	5,5%	2,7% ↓ -2,8 p.p.	2,3% ↓ -0,4 p.p.
Déficit	-2,4%	-1,7% ↓ -0,7 p.p.	-1,7% = 0,0 p.p.
Deuda	40,1%	39,9% ↓ -0,2 p.p.	39,2% ↓ -0,7 p.p.
Desempleo	5,7%	5,3% ↓ -0,4 p.p.	5,0% ↓ -0,3 p.p.



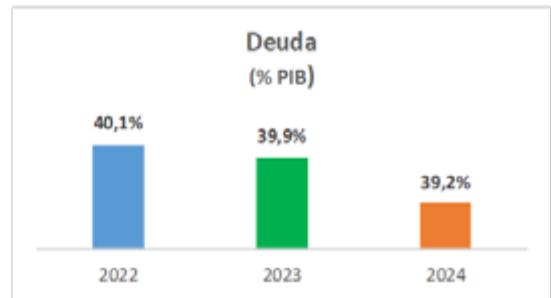
PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES

Fuente: Elaboración Propia



## OPEP + & COMMODITIES

# 3.

El precio del petróleo es extraordinariamente volátil porque la oferta y la demanda de petróleo son inelásticas o no responden a los cambios de precios. Esto se debe a que el petróleo es una materia prima imprescindible para la que hay pocos sustitutos escalables.

Por el lado de la oferta, la producción de petróleo requiere años de gastos de capital por adelantado para comenzar su producción. Pero cuando el petróleo empieza a fluir, los costes de explotación son bajos.

Cuando la demanda y la oferta de una materia prima son muy inelásticas, siempre que se produce un desequilibrio entre la oferta y la demanda, se necesitan grandes oscilaciones de precios para efectuar pequeños cambios en el consumo y la producción.

Básicamente, el petróleo es una materia prima muy inelástica por el lado de la oferta y la demanda a corto plazo. Esa es la principal razón por la que los precios del petróleo son tan volátiles.

### **Factores que pueden afectar al precio del petróleo:**

Sabemos que el petróleo es una materia prima indispensable en el mundo. Se utiliza como materia prima y como combustible para fabricar plásticos, productos farmacéuticos y muchos otros productos.

Por tanto, la demanda de petróleo sigue siendo fuerte, y la situación de estas industrias determinará la mayor parte de la demanda mundial de petróleo.

Si la demanda de estas industrias aumenta mientras la producción se estanca, se producirá un aumento de los precios de esta

materia prima. Por supuesto, y viceversa, si estas industrias están en recesión, su demanda de petróleo será menor, por lo que la demanda disminuirá. Si la producción se mantiene estable o aumenta en este caso, lógicamente se producirá un descenso del precio del barril de crudo.

Como habrás comprendido, es sobre todo analizando la diferencia entre la oferta y la demanda como se determinará la evolución del precio del petróleo o la cotización del crudo.

Además, hay que señalar que actualmente este análisis es algo más complejo que antes. Hasta hace unos años, era bastante fácil entender el comportamiento de estos precios.

En aquella época, Estados Unidos era el mayor consumidor de crudo. Por otro lado, la OPEP+ era el principal proveedor del mercado en términos de producción. Pero con el tiempo y los años, esta situación se ha vuelto más compleja y algo más confusa.

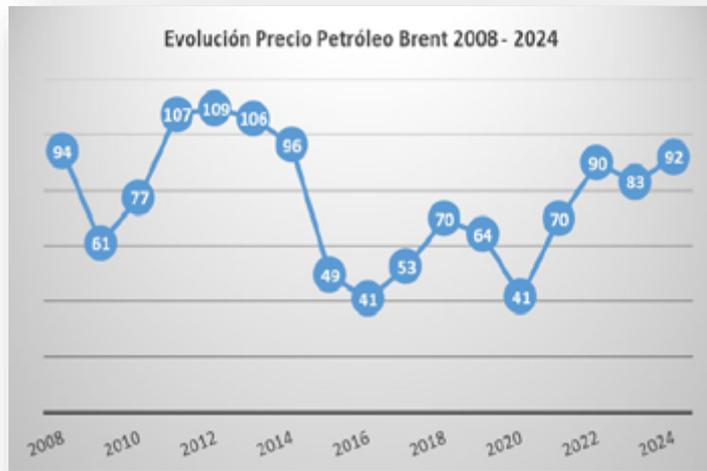
Una de las explicaciones de este fenómeno es que las tecnologías de perforación petrolífera han mejorado mucho y han dado lugar a un mejor suministro. Además, hemos asistido a la aparición de soluciones alternativas para la producción.

Por último, también se han incorporado nuevos actores, entre ellos China, uno de los principales consumidores de petróleo del mundo.

**La previsión del precio del barril Brent en 2023 está en 83 dólares, mientras que WTI se sitúe en 77 dólares. Para 2024 se estima que el precio del Brent alcance los 92 dólares**

El petróleo Brent es la mezcla de quince tipos de crudo procedentes de una región del mar del Norte situada entre Noruega y Reino Unido, un campo petrolífero que fue descubierto en 1971.

Se trata de un petróleo de alta calidad, dulce y ligero, con bajo contenido en azufre y baja densidad. Es ideal para producir gasolina, queroseno y gasóleo, de ahí su alto precio. Su importancia radica en que marca el precio de referencia para Europa.



Fuente: Elaboración Propia

El petróleo West Texas Intermediate (WTI) se obtiene en Texas y Oklahoma. La calidad es superior a la del Brent, en cuanto a que es más dulce y ligero, por lo que su refinado para obtener combustible es todavía más fácil. A pesar de ello, el precio del barril de WTI no tiene por qué ser superior al de Brent y, de hecho, suele ser, al contrario.

El motivo es que el precio viene determinado por otros factores más allá de su calidad como crudo, como el tipo de cambio del euro frente al dólar o la situación de los países de la OPEP+. Su importancia radica en que marca el precio de referencia para Estados Unidos.

***Los mercados petroleros mundiales volverán a tener un excedente de oferta en el primer semestre de 2024, en medio de una drástica desaceleración de 60% en el ritmo de crecimiento de la demanda***

El crecimiento de la demanda de petróleo en 2024 se situará en torno a 930.000 barriles diarios debido al agotamiento del repunte posterior a la pandemia y una mayor eficiencia en el consumo de energía. La oferta crecerá procedente del hemisferio occidental, de EE.UU., Brasil, Canadá, Guyana, Argentina, tal vez Venezuela e incluso México.

un backwardation por la necesidad que tienen los productores de realizar coberturas de los precios, principalmente, con el objetivo de cubrirse ante una posible caída del precio de la materia prima que producen.

A finales de 2023, el crudo Brent sigue en Backwardation; Backwardation se refiere al escenario en el que el precio de los futuros financieros es menor que el precio actual o precio spot (la situación contraria a backwardation es el contango). Se produce

Es decir, si hay más productores que quieren vender futuros para protegerse de las caídas del precio de los futuros frente a los inversores que se protegen de las caídas, el precio del futuro caerá, produciéndose backwardation (si la oferta de futuros es mayor que la demanda, su precio caerá).

La escasez de suministros llevó la estructura de mercado a 6 meses del Brent a un backwardation de unos 1,00 dólares por barril, lo que significa que los contratos a

corto plazo tienen un precio más alto que los de los meses posteriores, lo que alienta a los operadores a liberar petróleo desde almacenamiento para venderlo pronto.



## COMMODITIES

Los precios de la **energía**, después de caer aproximadamente un 29% en 2023, se espera que caigan un 5% en 2024, a medida que el débil crecimiento mundial reduzca la presión de la demanda.

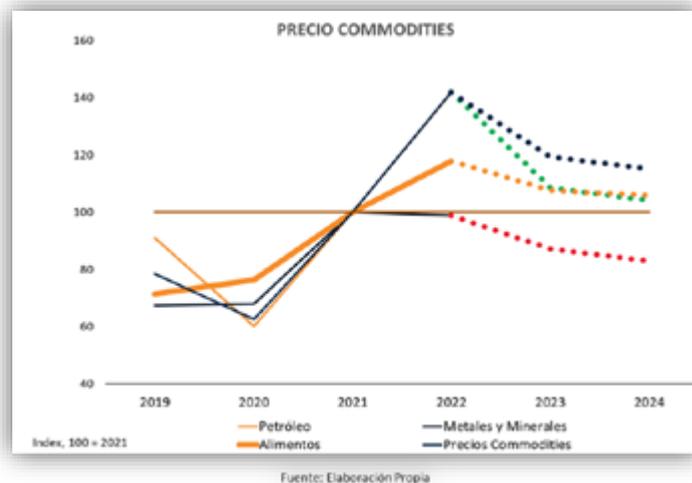
Tras la caída récord de los precios del gas natural europeo a principios de 2023, los precios del gas natural se prevé que disminuya un 4% en 2024, a un ritmo más lento.

El pronóstico supone unas temperaturas relativamente suaves en cuanto al clima en el hemisferio norte y sin interrupción del suministro. Se prevé que los precios del carbón continúen una tendencia a la baja debido al aumento de la oferta y debilitamiento de la demanda a medida que continúa el desplazamiento del consumo de carbón en la generación de energía y la industria.

Se prevé que los precios **agrícolas** caerán un 7% en 2023 y otro 2% en 2024 debido a la abundancia de suministros.

Los precios de alimentos y bebidas disminuirán más ligeramente, mientras que las materias primas agrícolas aumentarán en más del 1%.

Siguiendo una caída de más de un 11% en 2023, el precio de los cereales, se prevé que el índice caiga un 4% en promedio en 2024, en medio de abundantes suministros y niveles de existencias adecuados.



Sin embargo, los precios del arroz seguirán siendo elevados hasta 2024, suponiendo que India mantenga sus restricciones a la exportación. El panorama supone un impacto moderado de El Niño. Se espera que los precios del azúcar y cacao bajen desde los máximos de 2023, aunque los precios de la fruta deberían mantenerse altos en 2024 por el déficit de suministro afectado por el clima. Precios de fertilizantes se espera que disminuyan a medida que lleguen más suministros, pero es probable que se mantengan por encima del nivel histórico promedio debido a algunas limitaciones de oferta y las actuales restricciones a la exportación de fertilizantes en China.

Se prevé que los precios de los **metales básicos** caigan un 5% en 2024 debido a la desaceleración de la demanda. Incluso aunque se prevé que la actividad en los sectores inmobiliario y construcción de China se estabilicen en 2024, estos sectores tendrán cada vez menos influencia en la demanda mundial de metales que la que tuvieron en las dos décadas anteriores.

### Gas natural

La previsión de precio de final de 2023 de 110 €/MWh da cuenta de la presión estacional adicional que prevemos el próximo invierno debido a las preocupaciones sobre la tasa de agotamiento. Europa ya parece estar mucho mejor situada para sobrevivir a la próxima temporada de frío.

La crisis iniciada en Europa por el descenso de las exportaciones rusas mejoró sustancialmente. El gas canalizado ruso fue reemplazado por GNL importado de EE. UU. y Qatar, a costa de la inflación en Europa.

Estos flujos de GNL fueron muy útiles para que la región repusiera sus reservas de gas natural que estaban bajas al caer la oferta rusa tras el inicio de la invasión de Ucrania.

Las temperaturas de invierno más amenas y, en consecuencia, la menor demanda del commodity utilizado en la calefacción, también aflojaron el balance del gas en Europa, lo que explica la rápida caída de su precio. La baja demanda de GNL por parte de China, debida a los cierres, también dejó más producto disponible a nivel mundial.

La pregunta principal es cómo será el mercado del gas cuando China vuelva al comercio mundial. Cuando esto suceda, ¿habrá suficiente producto para Europa o los compradores europeos tendrán que pagar precios más altos que los asiáticos para asegurar el producto?

El gas debe ser monitoreado de cerca por el mercado de commodities agrícolas, ya que es la materia prima más importante para la

producción de fertilizantes nitrogenados. Europa, que tiene el 10% de la participación mundial en la producción de amoníaco y urea, deja este mercado vulnerable a caídas en la oferta, ya que los aumentos repentinos en los precios del gas presionan negativamente los márgenes de producción.

### Cobre

La recuperación en el precio del cobre podría prolongarse hasta bien entrado 2024. Por el lado de la demanda, se pronostica que el cobre puede encontrar un año de demanda moderada en 2023, aumentando un 2,4%, con un crecimiento liderado por China y Asia, mientras que la demanda occidental podría verse limitada por posibles recesiones. A escala mundial, el uso del cobre en tecnologías verdes podría seguir superando a otros usos finales.

### Platino

La demanda parece brillante a medida que la industria automotriz global se recupera, ya que más del 40% de la demanda de platino se encuentra en el control de emisiones de escape de automóviles, incluidos los vehículos diésel.

La propuesta de la Comisión Europea para alinear las emisiones de los vehículos diésel y gasolina favorece al platino. Además, se duplicará la vida útil efectiva de los catalizadores, aunque aquí la tecnología puede significar reequipamiento en lugar de aumentar las cargas.

Agregue a esto la sustitución continua de platino por paladio en el sector, y el platino bien podría ser el metal precioso con mejor desempeño este año.

### **Aluminio**

Podrían surgir riesgos por el lado de la oferta debido a la implementación de sanciones de EE. UU. sobre el material ruso, que representa el 6% del suministro mundial de aluminio. Además, el creciente movimiento hacia el proteccionismo de los recursos naturales en países como Indonesia podría dar lugar a un aumento de los aranceles de exportación de materiales clave.

### **Oro**

El oro está reafirmando su papel como cobertura de riesgo y atrayendo actividad de inversión frente al riesgo geopolítico, algunas opiniones bajistas del dólar y la continua incertidumbre económica, mientras que las opiniones también son mixtas sobre las perspectivas de los mercados de valores. En general, los vientos a favor superan a los vientos en contra, y esperamos una prueba del precio del oro de 1.850 USD para finales de 2023, a menos que la Reserva Federal se vuelva más agresiva con las tasas, lo que sería bajista para el oro.

### **Paladio**

Si bien podría haber una recuperación este año a medida que el sector automotriz, típicamente el 82% de la demanda, vuelve a la vida con la relajación en la cadena de suministro de microchips y la reapertura de China, y los inventarios de distribuidores relativamente bajos en América del Norte,

Es probable que el paladio vaya detrás de los números de automóviles subyacentes, ya que compite con la amenaza de sustitución del platino, que ahora está arraigada. A más largo plazo, la

electrificación de la flota y la prohibición de nuevos vehículos ICE a partir de 2035 en algunas regiones pasarán factura al mercado del paladio.

### **Estaño**

Se estima que la demanda de estaño de los sectores industrial y de la construcción permanecerá moderada, con China a la cabeza en su reapertura. Sin embargo, la perspectiva para el suministro en 2023 es más prometedora, ya que se espera que la producción de refinados vuelva a crecer, aumentando un 2% interanual, ya que la mejora de las cadenas de suministro facilita los envíos de material del oeste al este.

### **Plomo**

2023 marcará un repunte de la producción universal de plomo refinado para el suministro primario y secundario, y las tarifas pagadas a las fundiciones por las minas para convertir el concentrado de cobre en cátodo de cobre (conocido como TC/RC) seguirán siendo elevadas en material abundante, aunque los precios de la energía serán fundamentales para la rentabilidad de las fundiciones.

### **Níquel**

El panorama fundamental para el níquel se está volviendo menos favorable, con un segundo (y creciente) año pronosticado de excedentes, impulsado por las continuas expansiones de capacidad dentro de Indonesia tanto para la producción de arrabio de níquel (NPI) como ex-NPI, consolidando a Indonesia como el mayor productor de níquel por tercer año.

### **Trigo**

Entre los factores fundamentales que más afectaron al mercado del trigo en 2022, la invasión de Ucrania fue sin duda el más importante.

Suponiendo que la guerra se prolongue, es de esperar que Rusia siga provocando disrupciones en los flujos del Mar Negro, lo que dificultará que Ucrania aumente sus exportaciones.

Junto con la reducción esperada de la superficie y la productividad (los agricultores tienen dificultades con la disponibilidad y el precio de los fertilizantes y combustibles), este cambio de cultivos significa que Ucrania tendrá un papel menor en el mercado de granos durante un período más largo.

Dada la importancia que tenía el país antes de la guerra, el conflicto puede suponer una presión al alza ampliada, que provoque ajustes tanto en los importadores como en los exportadores.

Sin embargo, es probable que Rusia haya tenido una cosecha récord de trigo en 22/23, lo que puede compensar la menor producción de Ucrania. Las exportaciones rusas de trigo alcanzaron máximos de 5 años en los últimos meses de 2022, tendencia que ha continuado a lo largo de 2023, ya que es el país más beneficiado por la falta de trigo ucraniano en el flujo comercial mundial.

Las perspectivas para la cosecha 23/24 hasta ahora son buenas, pero es probable que la producción sea menor.

Rusia y la Unión Europea deben seguir ocupando el espacio dejado por Argentina y Ucrania en el mercado mundial, aunque todavía se necesitan condiciones climáticas

favorables para que este escenario se concrete.

### **Maíz**

Tres hechos han marcado y van a influir en la dinámica de 2023, la tambaleante producción de Ucrania, el fracaso de la cosecha en la Unión Europea (UE) y la caída en la producción de EE.UU.

Los proveedores del hemisferio norte han tenido una producción baja y el balance está justo. Podemos esperar que las regiones del hemisferio norte, es decir, EE.UU., la UE y Ucrania, aumenten la siembra de maíz debido a la estrechez que enfrentan actualmente.

Por supuesto que en Ucrania esto dependerá en gran medida del estado del conflicto en ese momento, y aun así se espera que no vuelvan a los niveles anteriores a la guerra.



## RIESGOS GLOBALES

# 4.

**Aunque se espera un crecimiento mundial modesto el próximo año, el continuo endurecimiento monetario, las interrupciones de la cadena de suministro y los conflictos geopolíticos podrían pesar mucho en la economía mundial en 2024.**

### ➤ GEOPOLÍTICOS

Los riesgos geopolíticos siguen estando presentes en el horizonte, y serían recalables tres principalmente:

**Guerra Rusia – Ucrania:** A fecha de elaboración de este informe, 21 meses han transcurrido desde que Rusia invadiera Ucrania. Todavía no se atisba una solución para el mismo, después que haya pasado por distintas fases con avances de uno y otro lado y continuos ataques a las posiciones contrarias.

Esta guerra provocó una situación de inestabilidad y una crisis energética, principalmente en Europa, debido a la dependencia de los países del norte, de la energía rusa, y, por otro lado, porque Ucrania era el granero de Europa, por lo que se produjo un shock de oferta en los commodities y en la energía, lo que agravó la situación inflacionaria, que ya había comenzado en el viejo continente.

Lejos de aplacarse con el paso del tiempo, la guerra parece que va para largo, y aunque, por un lado, Europa se ha protegido de la crisis energética, buscando alternativas al gas ruso, y el impacto para la economía rusa no ha sido tan determinante, al intensificar sus relaciones con China, el conflicto en el tablero internacional no deja de ser inquietante.

Los objetivos de Putin no se han cumplido y no creo que se detenga hasta conseguirlos. La cercanía de Ucrania a la OTAN es un aspecto que el presidente ruso no acepta, sin entrar en los motivos históricos que argumenta para anexionarse Ucrania.

El riesgo es que el conflicto se extienda. ¿Sería posible que esta guerra se extendiera más allá de las fronteras de Ucrania? El presidente Putin podría tratar de recuperar más partes del antiguo imperio de Rusia enviando tropas a exrepúblicas soviéticas como Moldavia y Georgia, que no forman parte de la OTAN.

O simplemente podría haber un error de cálculo y una escalada. Putin podría declarar que el suministro de armas occidentales a las fuerzas ucranianas es un acto de agresión que justifica represalias.

Podría amenazar con enviar tropas a los estados bálticos, que son miembros de la OTAN, como Lituania, para establecer un corredor terrestre con el enclave costero ruso de Kaliningrado.

Esto sería enormemente peligroso e implicaría el riesgo de una guerra con la OTAN. Según el artículo 5 de los estatutos de la alianza militar, un ataque contra un miembro es un ataque contra todos. Pero Putin podría asumir ese riesgo si sintiera que es la única forma de salvar su liderazgo. Si tal vez se enfrentara a la derrota en Ucrania, podría verse tentado a escalar aún más.

Ahora sabemos que el líder ruso está dispuesto a romper las normas internacionales establecidas.

➤ **Guerra Israel – Hamás**

Después del ataque de Hamás a enclaves israelíes el 7 de octubre de 2023, con 1.200 muertos y 240 secuestrados, no se podía esperar otra respuesta por parte de Israel que la que hemos visto, un ataque frontal contra la franja de Gaza, bastión de Hamás.

La guerra se ha cobrado numerosas víctimas en este tiempo, y aunque con la intermediación de EE.UU., Israel y Hamás habrían llegado a un acuerdo tentativo para que Israel frenara sus ataques durante 5 días a cambio de que Hamás liberase 50 o más rehenes iniciales, en grupos más pequeños, cada 24 horas.

Pero, más allá del acuerdo a corto plazo, el gran temor de la comunidad internacional es que la guerra en la Franja de Gaza se prolongue indefinidamente.

Justamente, pensando más a largo plazo, el presidente de Estados Unidos, Joe Biden, dijo que la Autoridad Palestina debería en última instancia gobernar la Franja de Gaza y Cisjordania tras la guerra entre Israel y Hamás.

Sin embargo, el primer ministro israelí, Benjamín Netanyahu, discrepó con el plan de Biden para que la Autoridad Palestina gobierne Gaza, cree que la Autoridad Palestina, en su forma actual, no es capaz de aceptar la responsabilidad de Gaza después de lo que ha luchado y hecho Israel, para pasársela a ellos.

Pero el mayor temor sobre este conflicto es que se extienda a más integrantes de una región, que de por sí, es un polvorín. Israel está rodeado de Egipto y Jordania (países que en su día les reconocieron), pero también del Líbano, bastión de Hezbolá, facción armada chií, apoyada y financiada por Irán, y de Siria, desde donde milicias de los Hermanos Musulmanes también hostigan a los israelíes. Hay que recordar que, si bien Siria formalmente no ataca a

Israel, tiene un gobierno muy débil, después de su guerra civil y no tiene control sobre las milicias armadas en su territorio. Pero si esto no fuera suficiente, la región es todavía más compleja.

El potencial acuerdo al que podías llegar Arabia Saudí e Israel, para que los saudíes reconocieran al territorio de los judíos, fue el origen de este conflicto, ya que esto es algo que el régimen de los Ayatolás iraníes no podía permitir.

Hay varias claves que explican la histórica enemistad entre Arabia Saudita e Irán. El primero es el conflicto religioso: La disputa de décadas se ve agravada por las diferencias religiosas. Cada uno de ellos sigue una de las dos ramas principales en el islam, Irán es en gran medida musulmán chiita, mientras que Arabia Saudita se ve a sí misma como la principal potencia musulmana sunita.

Este cisma religioso se refleja en el mapa más amplio de Medio Oriente, donde otros países tienen mayorías sunita o chiita, algunos de los cuales miran hacia Irán o Arabia Saudita en busca de apoyo o guía. Históricamente Arabia Saudita, una monarquía y hogar del lugar de nacimiento del islam, se veía a sí mismo como el líder del mundo musulmán.

Sin embargo, esto fue cuestionado en 1979 por la Revolución Islámica en Irán que creó un nuevo tipo de Estado en la región, una especie de teocracia, que tenía un objetivo explícito de exportar este modelo más allá de sus propias fronteras.

La invasión de Irak en 2003 liderada por Estados Unidos derrocó a Saddam Hussein, un árabe sunita que había sido un importante adversario iraní. Esto eliminó un contrapeso militar crucial a la influencia iraní en Irak, que ha aumentado desde entonces.

Luego, los levantamientos en el mundo árabe causaron inestabilidad política en toda la región. Irán y Arabia Saudita explotaron estos trastornos para expandir su influencia, especialmente en Siria, Bahrén y Yemen, aumentando aún más los recelos mutuos. Ambos países están enfrascados en una feroz lucha por el dominio regional.

En el Líbano, se cree que los sauditas presionaron al primer ministro Saad Hariri a renunciar para desestabilizar al país donde el aliado iraní, el grupo militante chiita, Hezbolá, conduce un poderoso bloque político y controla a una enorme fuerza armada.

Pero en el conflicto de Irán y Arabia Saudita también se juega el dominio geoestratégico de otros países del área. Y es que el mapa de influencias de Medio Oriente refleja la división chiita-sunita. En las filas prosaudíes están otros actores sunitas, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Bahrén, Egipto y Jordania.

Hacia el lado iraní está el gobierno de Siria, apoyado fuertemente por Teherán, y donde los grupos de milicias chiitas iraníes, incluido Hezbolá, con sede en el Líbano, han desempeñado un papel destacado en la lucha contra grupos rebeldes predominantemente sunitas.

El gobierno iraquí, dominado por los chiitas también es un aliado cercano de Irán, aunque, paradójicamente, también mantiene una estrecha relación con Washington, de quien ha dependido para obtener ayuda en la lucha contra el autodenominado Estado islámico.

En este contexto, cualquier cosa puede tener unas consecuencias devastadoras. Si Hezbolá se involucra más en el conflicto de Israel y Hamás, e Israel contraataca, podría

empujar a Irán a involucrarse en la guerra, y ello arrastraría a EE.UU.

Desde un punto de vista económico, esta deslocalización del conflicto provocaría una disrupción en la producción y transporte de crudo desde Medio Oriente, presionaría al alza los precios internacionales, encareciendo costes, particularmente de las economías importadoras de petróleo.

### ➤ Tensión China – Taiwán

A parte de la disputa histórica, ya que China reclama a Taiwán como parte de su territorio, aquí el problema tiene también un tinte económico importante. Taiwán es el primer productor de semiconductores del mundo, que abastece a muchísimas compañías multinacionales extranjeras.

EE.UU. no quiere que esta industria caiga en manos chinas, y apoya sin ningún recelo a Taiwán; incluso ha llegado a manifestar que apoyaría a Taiwán militarmente ante una agresión china. Y en este punto llevan desde 1949, si bien en los últimos años la situación tiene una tensión mayor.

Si China decidiese buscar una confrontación bélica con Taiwán, supondría la involucración de EE.UU. y una gran inestabilidad, no solo para la región, sino para todo el mundo. Si analizamos esta situación desde una perspectiva económica, una invasión china a Taiwán podría significar billones de dólares en pérdidas y una grave recesión mundial.

Taiwán es la sede de TSMC, el mayor fabricante de chips del mundo. Dado que ninguna otra empresa fabrica chips tan avanzados a un volumen tan elevado, un conflicto podría suponer la paralización de

la producción de todo tipo de productos, desde automóviles hasta iPhones.

Aunque las empresas estadounidenses pueden tomar algunas medidas para reducir su dependencia de la fabricación de chips de Taiwán, como reforzar sus inventarios de chips y diversificar sus cadenas de

suministro, es poco probable que esto mitigue todo el riesgo. Pero, todo parece indicar que China aplazará los movimientos que puedan provocar un conflicto militar hasta que el equilibrio de poder esté decisivamente a su favor o hasta que Estados Unidos esté gobernado por un presidente que claramente no esté dispuesto a defender a Taiwán.



## ➤ DEUDA

La ratio Deuda/PIB mundial ha alcanzado un 336%, situándose en 307,1 billones de dólares.

Sobra decir que tales niveles de deuda ponen en peligro la estabilidad económica de la mayoría de los países del mundo, ahora que la inflación y la escasez de suministros ha incrementado el nivel de incertidumbre. Sin embargo, las naciones más empobrecidas son las que menos

capacidad de reacción tienen frente a estos cambios.

El uso masivo de la política fiscal en la crisis financiera mundial posterior a 2007 y durante la pandemia de Covid ha disparado la deuda pública, con unas ratios de endeudamiento que han alcanzado sus niveles más altos desde la Segunda Guerra Mundial. La historia demuestra que los países han conseguido bajar de esta montaña de deuda en anteriores ocasiones,

pero todo apunta a que eso será más difícil esta vez. Entre otros motivos, el crecimiento no será el mismo y, por tanto, se antoja más difícil bajar los déficits.

El aumento de los tipos de interés y la desaceleración mundial amenazan con provocar una crisis de deuda en gran parte de los países en desarrollo. Casi el 60% de los países más pobres se encuentra en una situación de alto riesgo de sobreendeudamiento.

**Se necesita un nuevo enfoque que permita reestructurar y reducir la deuda, así como centrarse en el gasto que favorezca el crecimiento económico.**

Los cambios en las perspectivas a largo plazo de los tipos de interés en relación con el crecimiento del PIB han hecho que la situación presupuestaria de la mayoría de las economías desarrolladas parezca más precaria.

A menos que los gobiernos consigan reducir sus considerables déficits primarios, es probable que aumente la preocupación de los mercados por la sostenibilidad de la deuda del sector público, lo que podría empujar a algunos países de nuevo a la represión financiera para mantener los tipos de interés artificialmente bajos.

La represión financiera ocurre cuando hay políticas que canalizan hacia el gobierno fondos que en un mercado desregulado habrían tomado otra dirección; por ejemplo, préstamos obligados de públicos nacionales cautivos (como fondos de pensiones o bancos nacionales) al gobierno, topes explícitos o implícitos a los tipos de interés, regulación de la circulación transfronteriza de capitales y (en un plano general) una conexión más estrecha entre el gobierno y los bancos, ya sea explícitamente mediante la participación pública en el capital de un banco o mediante una persuasión moral intensa.

## ➤ GLOBALIZACIÓN

El concepto de globalización, tal y como lo conocíamos, ha experimentado una transformación profunda. Ahora podríamos hablar de reglobalización, identificándola como otra tendencia de fondo que continuará en 2024.

Esta reglobalización no es una mera continuación de las dinámicas anteriores, sino una reconfiguración completa de cómo entendemos y operamos dentro de la economía global.

Desde la pandemia, y posiblemente un poco antes, se ha estado cuestionando la estructura y viabilidad de las cadenas globales de valor.

La fase acelerada de globalización que dominó hasta la crisis de 2008 ha concluido, ahora todas las empresas grandes se están replanteando todo su sistema de producción. Esto no es un cambio menor; representa una reconsideración y redimensionamiento del proceso de globalización en su totalidad.

➤ CLIMÁTICOS

Los fenómenos meteorológicos más extremos pueden poner en peligro las cosechas de commodities, y por lo tanto su incremento de precios, que repercutiría en la inflación, así como interrupciones en las cadenas de suministro.

Las interrupciones, combinadas con factores geopolíticos, pueden poner un estrés más alto del esperado en las industrias que dependen de los commodities, incluida la agricultura, la minería y la manufactura; lo que llevaría a presiones inflacionarias al alza.

Aquí también sería importante mencionar la hipocresía de muchos países en este aspecto, donde, por un lado, muestran su más firme compromiso con los aspectos ecológicos, mientras, que, por otro, son los que más contaminan.

Este es un aspecto muy complicado, ya que hay que combinar una dicotomía, el crecimiento económico con el clima, y esto no es sencillo. Es claro que debemos prestar atención a las decisiones de hoy, para que éstas no sean perjudiciales para mañana, pero sin que supongan un freno al desarrollo económico.

Para frenar el cambio climático se está configurando una agenda política internacional de largo alcance que afectará a la tipología de los riesgos e inversiones de las empresas.

En este sentido, habría que exigir que aquellos que han contribuido más al problema asuman una mayor responsabilidad para resolverlo. Los grandes emisores tienen que actuar primero y con celeridad para reducir sus emisiones.



CUADRO MACROECONOMICO GLOBAL

Zona / País	PIB (%)		Inflación (%)		Déficit (%)		Deuda/PIB (%)		Desempleo (%)		T. Interés (%)		T. Cambio (USD)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Mundo	3,0	2,7	6,8	5,2										
EEUU	2,1	1,5	3,7	2,6	-6,5	-7,0	133,0	126,0	3,9	4,5	5,50	4,50	1,08	1,12
Eurozona	0,5	0,8	5,6	3,2	-3,3	-3,0	93,0	90,0	6,5	6,7	4,50	3,50	1,08	1,12
Alemania	-0,5	0,7	6,0	2,9	-2,6	-1,5	65,2	64,1	5,8	5,9	4,50	3,50	1,08	1,12
Francia	0,8	0,7	5,3	2,9	-5,0	-4,7	109,6	109,5	7,2	7,5	4,50	3,50	1,08	1,12
Italia	0,7	0,6	6,0	2,9	-5,3	-4,6	140,5	140,0	7,4	7,9	4,50	3,50	1,08	1,12
España	2,3	1,5	4,4	3,1	-4,3	-3,8	110,0	108,5	12,2	12,5	4,50	3,50	1,08	1,12
Reino Unido	0,6	0,4	6,5	3,4	-6,5	-4,8	95,9	100,6	4,4	4,8	5,25	4,75	1,22	1,24
Japón	1,3	1,1	2,3	1,0	-5,1	-4,4	246,9	246,9	2,5	2,4	0,00	0,00	154,00	140,50
M. Emergentes														
BRICS														
China	5,1	4,5	0,9	2,1	-7,2	-7,0	79,0	80,5	5,5	6,0	2,50	3,00	6,90	6,50
India	6,0	6,7	4,9	4,5	-6,4	-5,9	89,2	88,0	7,1	7,6	6,50	5,75	83,20	85,07
Brasil	3,1	1,7	5,0	3,8	-7,9	-8,5	76,0	79,0	8,1	8,3	11,75	9,50	5,08	5,19
Rusia	2,5	2,8	6,7	5,3	-6,2	-7,0	19,6	24,9	3,0	3,4	15,00	13,50	160,50	187,50
Sudafrica	0,9	1,8	5,4	5,3	-4,7	-4,9	76,8	78,2	33,0	33,5	8,25	8,25	18,32	18,80
Turquía	3,7	2,0	61,2	35,9	-2,5	-3,1	32,5	33,4	10,2	10,6	35,00	35,75	28,69	31,20
México	3,2	2,6	4,6	3,9	-3,5	-4,9	46,5	48,8	3,2	3,8	11,25	9,50	17,50	17,10
Argentina	-2,2	-1,8	169,0	115,0	-4,5	-3,3	86,6	85,0	7,8	7,5	133,00	90,00	572,30	870,40
Colombia	1,4	2,0	10,5	5,3	-4,4	-4,8	55,8	57,1	10,6	10,5	13,25	9,25	4.190,00	4.640,00
Indonesia	5,1	4,8	2,7	2,3	-1,7	-1,7	39,9	39,2	5,3	5,0	6,00	5,00	15.650,00	16.070,00

Fecha de Cierre de previsiones: 31 octubre 2023

Este informe ha sido elaborado entre octubre y diciembre de 2023

IEB es un Centro de Estudios Superiores adscrito a la Universidad Complutense de Madrid y a la Universidad Rey Juan Carlos.

Desde su fundación en 1989, ha conseguido ocupar una posición de liderazgo como el principal Centro de Formación Financiera y jurídica en España y en el mundo hispano hablante. En la actualidad IEB cuenta con aliados estratégicos como The London School of Economics (LSE), Bayes Business School, The Wharton School, The Chinese University of Hong Kong (CUHK) y Fordham University, una de las 3 primeras universidades especializadas en Derecho de Estados Unidos.

IEB está clasificada entre las cien instituciones docentes más innovadoras que imparten másteres legales, según el Financial Times.

**Dirección y coordinación:**

Cristina Murgas Aguilar

**Autor:**

Aurelio García del Barrio

**Maquetación:**

Paula Peregrín Reja

**Dirección de Comunicación y PR:**

Cristina Murgas, directora de Comunicación Área Financiera e Institucional / QUUM [cmurgas@quum.com](mailto:cmurgas@quum.com)

Tatiana Böhm, consultora de Comunicación / QUUM [tbohm@quum.com](mailto:tbohm@quum.com)



C/Alfonso XI, nº 6, 28014, Madrid

91 524 06 15

[www.ieb.es](http://www.ieb.es)